Paul
Jorion

LA CRISE

Des *subprimes* au séisme financier planétaire

fayard

LA CRISE

DU MÊME AUTEUR

Les Pêcheurs d'Houat, Paris, Hermann, coll. « Savoir », 1983.

La Transmission des savoirs, avec Geneviève Delbos, Paris, Éditions de la Maison des sciences de l'homme, coll. « Ethnologie de la France », 1984.

Principes des systèmes intelligents, Paris, Masson, coll. « Sciences cognitives », 1990.

Investing in a Post-Enron World, New York, McGraw-Hill, 2003.

Vers la crise du capitalisme américain ?, Paris, La Découverte, 2007.

L'Implosion, Paris, Fayard, 2008.

Paul Jorion

LA CRISE

Des *subprimes* au séisme financier planétaire

Fayard

ISBN : 978-2-213-63860-7

AVERTISSEMENT

Mettre un point final à un ouvrage consacré à une crise toujours en cours est nécessairement un exercice périlleux et dont le moment est arbitraire. Celui qui a été choisi est l'heure de clôture de la bourse de New York, le 30 septembre 2008 : 16 h à New York, 22 h à Paris.

Pour cette première réimpression, une chronique des événements du mois d'octobre 2008 a été ajoutée en appendice.

I

Introduction

Le début de la crise actuelle, en février 2007, est facile à définir comme la « crise des *subprimes* », et sa deuxième phase, qui commença en août de la même année, fut caractérisée par un tarissement généralisé du crédit. Je me référerai à la période comprise entre l'été 2007 et la fin de l'été 2008 comme à la « drôle de crise ».

Quand la Pologne fut envahie, le 1er septembre 1939, la France et l'Angleterre déclarèrent la guerre à l'Allemagne. La Belgique, la Hollande, le Luxembourg et la France furent à leur tour envahis le 10 mai 1940. Rotterdam fut rasée quatre jours plus tard. La période de sept mois entre les deux invasions fut appelée la « drôle de guerre », faite d'escarmouches et de montée de la tension.

Le monde est désormais la proie d'une « drôle de crise » où un processus de fissuration qui a commencé au sein de l'immobilier américain se poursuit, s'étant internationalisé, rayonnant à partir de son foyer initial et envahissant la périphérie – une périphérie qu'une crise initialement modeste, celle du « rêve américain » d'une maison entourée de son jardinet pour chaque famille, n'aurait jamais dû atteindre si le système financier, le réseau sanguin de l'économie, ne s'était révélé d'une étonnante et extraordinaire fragilité.

Si la désintégration est lente dans sa progression, elle n'en est pas moins brutale dans ses manifestations, et révèle de manière criante la faiblesse intrinsèque d'un système financier qui était apparu, à partir de la fin de l'empire soviétique, non plus seulement comme le meilleur, mais aussi comme le seul possible.

Or il faut constater a posteriori que le roi était nu et que le bel édifice, universellement vanté pour sa capacité à braver les siècles, n'était guère plus qu'un château de cartes qu'un courant d'air suffit à faire s'effondrer. Alors que 2007 avait été l'année où l'on s'est interrogé sur les retouches qui permettraient de colmater les fissures apparues alors, l'année 2008 aura été celle où l'on fut forcé de réexaminer les fondements : où l'on ne se posa plus la question de savoir comment remettre sur les rails tel ou tel produit financier compromis (l'auteur s'était alors lui-même demandé, de bonne foi, comment

réparer la titrisation des dettes individuelles), mais où l'on se posa à nouveau les questions premières : Qu'est-ce que la richesse ? Qu'est-ce que la monnaie ? Et où, reprenant les choses de zéro, on se demanda avec inquiétude : Comment redistribuer la richesse autrement ? La monnaie est-elle créée de la manière qui convient ? – cela pour se sortir de l'abominable guêpier où nous nous retrouvons aujourd'hui empêtrés.

Si les répercussions de cette crise qui n'a pas encore pleinement suivi son cours seront sans nul doute énormes, le plus grand danger qui nous guette pour l'avenir ne réside pas tant dans les effets qui sont encore à venir que dans les mesures qui ne seront pas prises.

On sait aujourd'hui avec le recul, à propos de la crise qui affecta les *savings and loans*, les caisses d'épargne américaines, à la fin des années 80, que ces établissements furent encouragés par leurs autorités de tutelle à cacher la gravité de la situation en maquillant leurs comptes. L'accusation fut portée par Franco Modigliani, prix Nobel d'économie, quand il affirma que :

« Les épargnants qui se seraient inquiétés à la rumeur d'une éventuelle banqueroute ne virent pas venir le danger : s'ils avaient voulu en savoir plus, ils auraient examiné la valeur déclarée des actifs. Or celle-ci était gonflée artificiellement grâce à de la “comptabilité créatrice” qui était alors tolérée par les régulateurs, soucieux de maintenir le train sur les rails et de cacher l'étendue du désastre »

(Frank J. Fabozzi et Franco Modigliani, *Mortgage and Mortgage-backed Securities Markets*, 1992, p. 100).

Les régulateurs n'en sortent pas grandis. Quand le péril est grand, la fin veut sans doute les moyens, mais la dissimulation signifie aussi que les problèmes qui se sont posés ne seront jamais traités de manière adéquate, soit parce que l'information nécessaire ne sera jamais entièrement accessible, soit, et la chose est encore plus grave, parce que la sévérité du problème qui se posa ne sera jamais proprement évaluée.

La logique qui préside à cette manière d'agir repose sur deux principes : le premier est que le système en place doit être sauvé à tout prix, et idéalement sans être jamais être réellement réformé – ceci pour préserver les avantages acquis ; le second est qu'il est inessentiel que le public soit informé des tenants et des aboutissants. Le prétexte invoqué est qu'il s'agit toujours de questions « extrêmement techniques » dont la portée dépasserait l'entendement du *vulgum pecus* ; la réalité plus prosaïque pourrait être que ceux qui sont les maîtres du système et ceux qui en sont les bénéficiaires immédiats prennent les citoyens ordinaires, selon l'expression consacrée, pour des veaux.

II

La crise devient mondiale

Les États-Unis ont-ils été manipulés par la Chine, et la crise qui est en train d'engloutir le monde en est-elle la conséquence ?

Les États-Unis creusèrent leur propre tombe quand dirigeants d'entreprise et investisseurs conclurent une union sacrée dont la stock-option fut longtemps l'emblème et dont la folie des start-up marqua le point culminant, cela aux dépens des salariés. On permit aux ménages américains, dont les salaires déclinaient en dollars réels au fil des ans, de substituer du crédit facile (accès simplifié et taux défiant toute concurrence) à l'argent qui faisait défaut. C'est la Chine qui alimenta la pompe. Quand la source se tarit, l'édifice s'écroula.

Comme le monde entier en était venu à dépendre de l'avenir du couple États-Unis/Chine, le monde entier fut

entraîné dans la chute. Cette interdépendance avait pris des formes subtiles, comme quand les grands investisseurs institutionnels américains, à la recherche de placements sûrs, et ceux-ci se réduisant comme peau de chagrin, furent à l'origine d'une spéculation colossale sur les matières premières – sur les céréales en particulier – qui accula le monde à la faim. Cette spéculation sur les céréales fut aggravée par la mobilisation du maïs dans la course visant à trouver un substitut au pétrole. En effet, s'engageant au XXIe siècle dans une industrialisation massive, à l'image de celle qu'avait connue l'Occident, bientôt suivi du Japon, dans la première moitié du XXe siècle, la Chine et, dans une moindre mesure, l'Inde exacerbèrent la pression sur un marché de l'énergie dominé par le pétrole, dont le spectre de l'épuisement se dressait à l'horizon.

Ce scénario avait-il été mis au point par la Chine de la manière dont il s'est déroulé ? Je l'ignore. Ce qui est certain, c'est que les Chinois avaient dû envisager deux cas de figure : le premier, celui où le petit ballet chorégraphié conjointement avec les États-Unis se déroulerait dans les meilleures conditions possibles ; le second, celui où les événements prendraient un autre tour ; et il n'avait pas dû leur échapper que, dans un cas comme dans l'autre, il en résulterait pour eux un immense bénéfice – économique avec le premier scénario, politique avec le second, précisément pour la raison que je viens de mentionner : les États-Unis avaient délibérément créé

une situation explosive en laissant patrons et actionnaires mettre KO les salariés alors que la tâche qui demeurait assignée à ceux-ci était de continuer à consommer au même niveau que celui que la prospérité exceptionnelle des années 50 avait déterminé.

Le monde a en effet besoin de la consommation des ménages américains : elle représente 70 % du PIB américain et 30 % du PIB de la planète entière. Peu de temps après leur indépendance, en un combat qui fit rage entre les deux clans dans lesquels se distribuaient les pères fondateurs, incarnés par Alexander Hamilton du côté des financiers et par Thomas Jefferson du côté du pouvoir populaire, les États-Unis choisirent un système économique et social donnant la haute main aux puissances d'argent : capitalistes et entrepreneurs, investisseurs et dirigeants d'entreprise. Ce combat n'était pas gagné d'avance : la fin du XIX[e] et le début du XX[e] siècle connurent des vagues d'immigration de populations aguerries aux luttes ouvrières. La répression fut terrible. Le mouvement syndical lui-même, tenté par le modèle mafieux, tendit les verges pour se faire battre. À la fin des années 60, c'en était fait de la représentation collective des salariés au sein des entreprises américaines. La lente baisse de la part des salaires dans la redistribution des richesses aux États-Unis, que l'on observa à partir de 1975, en fut le reflet (la part de la croissance consacrée aux salaires représentait aux États-Unis 56,5 % en 1981 ; en 2006, elle était tombée à 51,7 %).

La logique du prêt « productif » était la suivante : un investisseur concède des avances à celui qui entend faire fructifier cet apport de capital grâce à son travail. Une fois un surplus constitué (la moisson, l'objet manufacturé), l'emprunteur le « réalise » et partage l'argent ainsi obtenu entre l'intérêt, qui ira récompenser l'investisseur pour avoir consenti ces avances, et le travailleur, pour son industrie. Cette logique s'est trouvée pervertie par le prêt à la consommation.

Dans ce dernier, comme son nom l'indique, l'argent obtenu n'est pas investi, mais dépensé en biens de consommation. Ceux-ci ne rapportent rien ; pis : ils se déprécient. L'intérêt qu'il faut verser au prêteur doit alors se trouver une source extérieure ; et, puisqu'il s'agit de salariés, cette source ne peut être que les salaires. L'organisme prêteur tend le miroir aux alouettes : « Pourquoi ne bénéficieriez-vous pas de manière anticipée de cet argent que vous gagnerez certainement un jour ? » Les consommateurs américains y ont cru et s'y sont brûlé les ailes, parce que cet argent à venir (souvenez-vous de Perrette et de son pot au lait) n'est pas certain, et ces biens – telles les maisons –, dont on vous affirme qu'ils sont à l'abri de la dépréciation, le sont uniquement parce que leur niveau est réglé par une autre logique – autrement capricieuse, celle-ci : celle de la spéculation. Les consommateurs espagnols et britanniques, happés par un maelstrom identique, connaissent aujourd'hui le même sort. Pour

l'argent que l'on dépense, le substitut à l'argent que l'on gagne n'a pas encore été inventé.

La fin des années 80 vit apparaître les *asset-backed securities*, les titres adossés à des créances titrisées, où sont agrégés, sous forme aisément transférable, plusieurs milliers de crédits personnels : prêts immobiliers, prêts automobiles, prêts accumulés sur les cartes de crédit, prêts obtenus pour payer les sommes exorbitantes qu'exige aux États-Unis l'obtention d'un titre universitaire. Quand la Chine se mit à engranger en quantités astronomiques non seulement des bons du Trésor américain, mais aussi ces *asset-backed securities*, elle contribua, par sa demande insatiable, à déprimer ce marché dont les taux baissèrent pour refléter l'aisance avec laquelle ces obligations trouvaient preneur (la Chine possède aujourd'hui des *mortgage-backed securities*, ou créances hypothécaires titrisées, émises par Fannie Mae et Freddie Mac à hauteur de 422 milliards de dollars, soit l'équivalent de 10 % de son PIB !). Ces taux bas encouragèrent à leur tour les consommateurs américains à emprunter davantage.

Une dynamique s'était créée, bénéficiant aux salariés américains qui tentaient de maintenir par l'emprunt leur train de vie antérieur[1]. La Chine y trouvait également

1. Artemus Ward, humoriste américain, avait déjà dit au milieu du XIX[e] siècle : « Vivons heureux dans les limites qu'imposent nos moyens – même si nous devons pour cela emprunter un peu. »

son compte : la plupart des biens de consommation achetés par les consommateurs américains étaient produits par elle, offrant ainsi un débouché tout trouvé à son industrialisation rapide.

Bien entendu, cela durerait ce que cela durerait. Les Chinois ont dû penser à ce qui se passerait quand cette belle mécanique s'enrayerait : les organismes de financement du crédit à la consommation américains se révéleraient rapidement déficitaires ; menacés par la faillite, ils iraient quémander pour échapper à une fin indigne. La Chine, désormais riche, se porterait à leur secours, investissant les sommes qui leur épargneraient ce déshonneur, et prenant pied, du coup, au cœur même du système financier américain. Mieux : les États-Unis, entrés alors dans la seconde partie d'un de leurs cycles économiques typiques, celle où l'État mobilise ses ressources (celles de la communauté nationale, bien entendu) pour venir à la rescousse des investisseurs et des patrons en mauvaise posture, abandonneraient provisoirement le modèle du capitalisme de marché pour celui du capitalisme d'État – à l'instar de la Chine elle-même.

Cela offrirait à la Chine le répit qu'une Amérique riche et arrogante lui aurait refusé, se montrant au contraire autocratique et peu disposée à tolérer un rival en pleine ascension. C'est là que nous en sommes, et la Chine n'a rien à craindre, en effet : toutes les ressources militaires américaines sont mobilisées – et immobili-

sées – en Irak et en Afghanistan. La garde prétorienne du président Bush en fin de mandat voudrait sans doute en découdre avec l'Iran, mais n'en a plus les moyens. Alors, pensez, affronter la Chine !...

III

Les États-Unis en 2008

Les États-Unis ont improvisé en 2008 la renationalisation des institutions vitales pour leur survie économique, expérimentant, pour ce faire, diverses formules. Par exemple, en recourant au subventionnement massif (avec près de 30 milliards de dollars) dans le cas du sauvetage en catastrophe d'une banque d'investissement, comme ce fut le cas avec Bear Stearns au mois de mars. Ou bien à la création d'un glacis réglementaire, comme dans le cas d'une autre banque d'investissement, Lehman Brothers : rempart constitué de l'interdiction, pour un mois, de la vente à découvert « nue » de ses actions et de la diffusion de rumeurs (bien entendu sans fondement) relatives à sa mauvaise santé. Ce glacis devait sans doute se révéler insuffisant, mais il n'en était pas moins hérétique dans le contexte de laisser-faire qui

prévalait depuis le début des années 80. Ou encore à la renationalisation des *government-sponsored entities* (GSE), Fannie Mae et Freddie Mac, par le biais de *preferred shares* (actions privilégiées) dont l'État est l'acheteur, ce qui assure sa prise de participation « en sandwich » entre les obligations émises par les GSE et leurs actions ordinaires offertes au public ; ces actions privilégiées mirent les actionnaires actuels des GSE sur la touche, et seule subsista dès lors l'illusion de l'appartenance de Fannie Mae et de Freddie Mac au secteur privé. Opération qui serait renouvelée sous une forme pratiquement identique dans le cas de l'American International Group (AIG), la plus grande compagnie d'assurance des États-Unis. Puis, plans mis en place pour le sauvetage éventuel d'une grande banque commerciale – on pense à Citigroup ou à Wachovia. Autres formules envisagées pour une nationalisation – voilée, elle aussi – des grands constructeurs automobiles : General Motors, mais sans doute également Ford. Enfin, en septembre 2008, et lorsque les conséquences de l'abandon de Lehman Brothers, condamné à la faillite, se révélèrent désastreuses, par une gigantesque opération de sauvetage du secteur bancaire visant à la mise en pension auprès de l'État de créances douteuses pour un montant prévisionnel de 700 milliards de dollars, opération que, dans un vote dramatique, le Congrès refuserait dans un premier temps d'entériner.

Banques d'investissement et banques commerciales

La bonne santé des banques d'investissement reposait sur les commissions perçues lors de l'émission d'instruments financiers sophistiqués dont l'existence supposait une perception faussée du risque – produits qui ont aujourd'hui pratiquement disparu. Elle reposait aussi sur le rendement de leur portefeuille en produits structurés mais, du fait de la crise de l'immobilier, ces produits sont passés sous la barre de la rentabilité minimale. Leur bonne santé reposait enfin sur les opérations spéculatives en compte propre de leurs salles de marché. Or, d'une part, celles-ci disposaient désormais de beaucoup moins de fonds à consacrer à ces opérations, et, d'autre part, les contraintes auxquelles elles étaient soumises s'accumulaient en raison du réveil des régulateurs dont la mission d'urgence était de sauver ce qui pouvait l'être encore, et qui, dès lors aux aguets, traquaient les rumeurs désobligeantes et restreignaient l'exercice de la vente à découvert pour mettre un frein aux paris à la baisse.

Bear Stearns a disparu en mars, absorbée par la banque commerciale JP Morgan Chase. Lehman Brothers fut alors portée à bout de bras par les autorités, la chasse aux ragots et la mise au pas des *short sales* (ventes à découvert) ayant été instaurées à son intention expresse. Même si les quatre grands derniers courtiers de la place de Wall Street, Goldman Sachs, Merrill

Lynch, Morgan Stanley et Lehman Brothers avaient donc pu survivre – aidés en cela par les miroirs aux alouettes et les écrans de fumée que la Fed (la Réserve fédérale), la Securities and Exchange Commission (SEC), etc., mirent en place à leur intention –, les secteurs qui étaient véritablement rentables pour eux soit avaient disparu, soit étaient maintenant sous tutelle si étroite qu'on voyait mal comment, s'ils se maintenaient à leur taille présente, leur seuil d'insolvabilité ne serait pas rapidement atteint. On trouverait bien encore, pendant un certain temps, des fonds souverains, des *private equity funds* (fonds de capitaux propres) ou des *hedge funds* (fonds spéculatifs) prêts à leur avancer, en profitant de leur faiblesse, des fonds à des taux usuraires, mais on se serait aperçu ultérieurement que cela n'aurait contribué qu'à accélérer leur perte.

On sait ce qu'il advint des fleurons de Wall Street : certains, comme Merrill Lynch, subirent le même sort que Solomon Brothers en 1998 et que Bear Stearns en mars 2008 en étant absorbés par des banques commerciales où leur activité se poursuivra sous une forme résiduelle : gérer ce qui survit encore de l'activité qui marqua leur grandeur passée – par exemple, trier les prêts auxquels il reste une chance d'être un jour remboursés, pour les réempaqueter sous un nouveau nom, comme on fit avec les *collateralized debt obligations* (titres de créance garantis), dont la partie saine est recon-

ditionnée sous le nom de *re-remics*. D'autres, comme Goldman Sachs et Morgan Stanley, tirèrent les conclusions qui s'imposaient et se reconvertirent le 21 septembre en banques commerciales pour profiter de manière immédiate de l'avantage que l'opération leur conférait en matière de comptabilité, puisqu'elles pouvaient désormais s'abstenir de coter au prix du marché les produits les plus compromis engrangés dans leur portefeuille ; revers de la médaille cependant, les profits qu'elles pouvaient désormais espérer seraient beaucoup plus modestes qu'antérieurement.

Bien sûr, si on leur en offre la possibilité, les ingénieurs financiers mettront au point de nouveaux instruments dont l'inventivité passera une fois de plus l'imagination, mais, dans l'environnement sinistré d'aujourd'hui, il faudra pour cela cinq à dix ans.

Les banques commerciales s'en sortiront mieux que les banques d'investissement, puisqu'il leur restera toujours les dépôts de leurs clients, mais leurs résultats seront plombés par le fait qu'elles ont voulu jouer aux mêmes petits jeux que leurs consœurs. La possibilité leur en a toujours été offerte en Europe, tandis qu'elle ne s'est ouverte à elles aux États-Unis qu'en 1991 avec l'abrogation du Glass-Steagall Act de 1933 qui les avait jusque-là protégées – elles et leurs clients – contre les aventures. Leur sort dépend aujourd'hui de l'ampleur maximale que prendra la crise de l'immobilier, leurs

portefeuilles étant gonflés de *residential mortgage-backed securities* (titres adossés à des prêts hypothécaires résidentiels) dont elles étaient certaines qu'elles constituaient un investissement plus solide que l'or. Or, sur ce front-là, on l'a vu, les nouvelles sont loin d'être bonnes : l'indice Case-Shiller atteignait en juillet 2008 (dernier chiffre disponible en septembre) sa plus mauvaise valeur jusqu'ici : dépréciation du parc immobilier résidentiel américain de 16,3 % sur un an pour les vingt principales métropoles du pays.

Or il existe là un cercle vicieux, puisque la mauvaise santé des banques commerciales, leur course à la recapitalisation, affectent leur capacité à prêter, ce qui contribue à déprimer encore davantage l'immobilier. Si leur survie n'est donc pas aussi compromise que le fut celle des banques d'investissement, elle n'en est pas pour autant assurée.

1. La crise de l'immobilier résidentiel s'aggrave

La situation en 2008

Le premier semestre de 2008 a été caractérisé par des messages d'espoir : la crise était en voie de résorption, les choses s'arrangeaient. On ne peut que s'étonner que des économistes pourtant formés à bonne école puissent

envisager que l'économie soit constituée d'éléments au comportement autonome, sans articulation entre eux, et que l'on ait pu ainsi affirmer que tout s'arrangeait pour la finance, alors que la crise de l'immobilier résidentiel américain continuait de s'aggraver. S'agissait-il là de naïveté, d'une bonne part de méthode Coué, ou bien de cynisme ?

Il y avait désormais deux dimensions à la crise : la catastrophe immobilière et le tarissement du crédit, que la presse aimait à qualifier de « crise de confiance au sein du monde financier ». Les annonceurs de bonnes nouvelles travaillaient au corps la confiance, espérant que, si celle-ci se rétablissait grâce à un tel traitement *psychologique*, la situation immobilière irait du coup beaucoup mieux, elle aussi. C'est ce qu'on appelle en médecine « traiter le symptôme ». Cela n'a bien entendu aucun impact direct sur la maladie elle-même, mais cela donne un petit coup de rose au moral.

L'éclatement de la bulle de l'immobilier avait déclenché la crise en provoquant la débandade au sein du segment dit *subprime*, le plus fragile du prêt hypothécaire, car rassemblant en son sein les consommateurs « à risques ». Cela, chacun le savait. Pourtant, nombreux furent ceux dont les propos suggéraient l'existence d'un découplage qui permettrait à la finance de se refaire une santé tandis que l'immobilier continuait de plonger. Il n'en fut rien, bien entendu.

J'ai expliqué dans *L'Implosion*[1] (pages 28-40) comment il est possible de considérer la bulle de l'immobilier américain et son explosion en termes de « dynamique de populations » : la bulle avait conduit par vagues successives de nouvelles populations de consommateurs à accéder à la propriété de leur logement, alors que son éclatement les en éliminait l'une après l'autre. Une telle approche mettait en évidence la présence d'une « rétroaction positive » – d'un cercle vicieux, si l'on veut – par quoi la crise s'alimentait elle-même et conduisait de nouvelles populations de propriétaires à être affectées, y compris celles qui s'étaient imaginées être entièrement à l'abri, ayant acquis leurs logements avant même que la bulle ne se mette à enfler. Celles-ci se retrouvèrent en difficulté sitôt que le prix à la baisse de leurs logements devint inférieur au capital encore dû, toute vente envisagée étant désormais à perte et obligeant à trouver des fonds ailleurs pour rembourser l'établissement de crédit auprès duquel les sommes avaient été empruntées. Chaque baisse du prix de l'immobilier résidentiel contribuait ainsi à affecter de nouveaux propriétaires.

Les sommes en jeu étaient considérables : le montant des prêts hypothécaires américains se chiffrait à 11 000 milliards de dollars ; 60 % de ce montant avaient été

1. Fayard, 2008.

« titrisés » sous forme de *residential mortgage-backed securities*, obligations vendues au public.

Les saisies

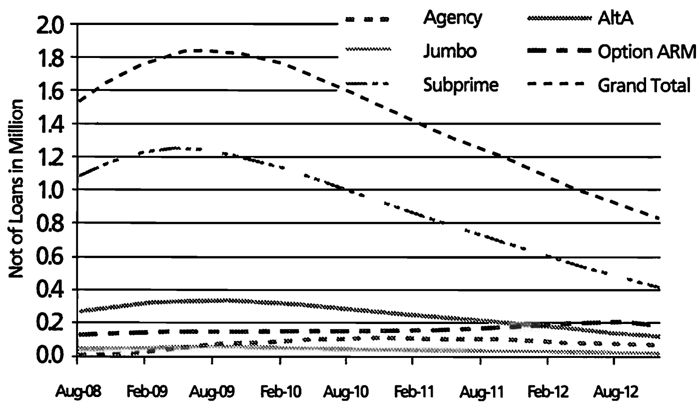
Les saisies se poursuivaient encore en septembre 2008, et, avec 55 % des sommes dues et 67 % des prêts impliqués, touchaient essentiellement le secteur *subprime*. Les statistiques révélaient que le mois précédent, 1 foyer américain sur 416 s'était retrouvé piégé à un stade ou à un autre du processus, ayant soit vu son habitation saisie, soit reçu la notification d'une prochaine mise aux enchères, soit reçu un avis officiel de défaut de paiements. Ce mauvais chiffre établissait un nouveau record historique.

Certains États étaient plus particulièrement touchés : ainsi le Nevada, où 1 foyer sur 91 était affecté, la Californie, où la proportion atteignait 1 ménage sur 130. Les retards de paiement de mensualités affectaient 6,41 % des prêts, tandis que 2,75 % de ceux-ci avaient déjà donné lieu à une procédure de saisie. Il aurait fallu en temps normal 3,7 mois pour écouler le stock des 1,56 million de logements saisis. Le délai moyen pour qu'un logement ancien trouve preneur était à présent de 11,4 mois, et de plus de 8 mois pour un logement neuf.

Une étude réalisée par l'Union de Banques Suisses révélait que le pic des saisies aurait lieu au milieu de

l'année 2009. Le graphique suivant est emprunté à l'une de ses publications[1] :

Échéancier des saisies, tous secteurs confondus (en nombre de prêts)



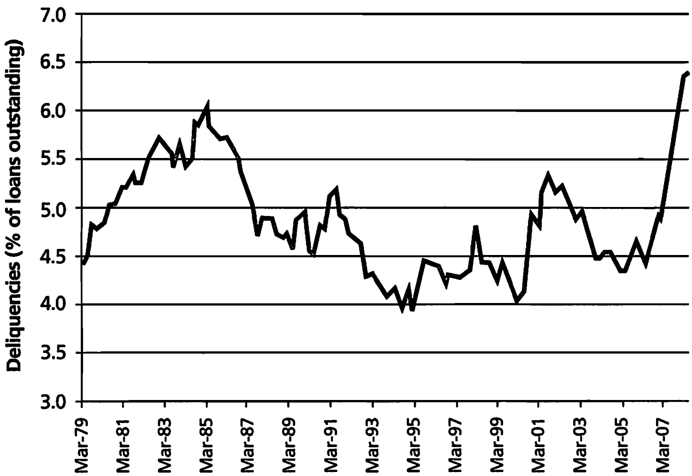
Source : Loan Performance, 2008

Les prêts *Agency* sont ceux titrisés par les *government-sponsored entities*, Fannie Mae et Freddie Mac ; les prêts *Jumbo* sont ceux d'un montant plus élevé que celui autorisé par les GSE. Un autre graphique, également préparé par l'UBS, met en évidence une accélération dans les retards de paiement des emprunteurs[2]. La courbe représente un pourcentage des prêts en cours.

Parallèlement, dans un environnement économique de plus en plus affecté par la crise financière, le nombre des faillites personnelles augmentait rapidement, ayant

1. *Mortgage Strategist*, UBS, 9 septembre 2008, page 25.
2. *Ibid.*, page 9.

Taux de défaillance des prêts hypothécaires (en % par trimestre)



Source : Mortgage Bankers Association, Bloomberg

crû de 28 % en un an et indiquant une accélération du processus.

Le nombre des prêts *subprime* accusant un retard de paiement de plus de soixante jours frisait désormais les 40 %. Countrywide annonçait en juin – quelques jours avant son absorption par Bank of America, mais à l'époque toujours le premier établissement de financement de crédits au logement aux États-Unis – que 35,9 % de ses prêts *subprime* étaient dans ce cas, ce qui représentait une augmentation de 2,3 % en l'espace d'un trimestre.

Mais les prêts *subprime* n'étaient désormais plus les seuls affectés : la preuve était faite qu'il s'agissait bien,

comme je l'avais annoncé dès 2005 [1], d'une crise qui affecterait l'immobilier résidentiel américain dans son ensemble.

Les prêts *Alt-A* (pour *Alternative A*, soit « presque A ») représentaient en réalité un segment plus vaste que celui des *subprimes*, avec un montant total emprunté se chiffrant à 1 000 milliards de dollars, contre 855 milliards pour le segment *subprime*. Prêts conçus à l'origine à l'intention des professions libérales, et n'exigeant qu'une documentation réduite quant aux revenus, leurs conditions d'attribution avaient été relâchées dans le climat d'euphorie qui avait accompagné le gonflement de la bulle immobilière. On s'aperçut plus tard – à l'époque des commissions d'enquête – que les emprunteurs avaient triché pour plus de 5 % sur leurs revenus dans la quasi-totalité des cas, et pour plus de 50 % dans la moitié d'entre eux. Les mauvais chiffres du segment *Alt-A* suivaient de près ceux du segment *subprime*, puisque 16 % d'entre eux accusaient un retard de paiement de plus de soixante jours.

Les prêts *Pay Option ARM*, assortis d'un taux variable et offrant aux emprunteurs diverses options de paiement, dont celle – choisie dans les faits par 85 % d'entre eux – consistant en un versement mensuel inférieur même aux intérêts dus, étaient eux aussi en pleine déconfiture.

1. Paul Jorion, « La crise du capitalisme américain », *La revue du MAUSS*, n° 26, 2005.

Countrywide annonçait en juin que 9,4 % de ceux détenus dans son portefeuille étaient en retard de paiement de plus de trois mois ; le chiffre n'était que de 1 % un an auparavant, et avait grimpé à 5,7 % en décembre 2007. L'accélération était certes spectaculaire, mais ne surprenait pas si l'on pensait à la finalité de ces prêts : permettre à des propriétaires aisés d'utiliser au maximum l'effet de levier qu'autorise un emprunt, tout en s'offrant des logements dépassant de beaucoup leurs moyens, comptant sur l'appréciation de leurs prix pour apurer leurs dettes. Outils de spéculation, les *Pay Option ARM* offrirent à des consommateurs nantis l'occasion d'adopter un comportement qui caractérisait jusque-là uniquement les plus pauvres : remettre à plus tard la question importune du remboursement du principal, tout en ne versant que des mensualités d'un montant minimal, inférieur même aux intérêts dus.

Telles étaient les raisons qui m'avaient conduit à classer, dans *L'Implosion* (pages 33-34), les *Pay Option ARM* dans la catégorie « emprunteurs en cavalerie », au côté des *subprimes*.

Pour les prêts *prime* dans le portefeuille de Countrywide, le taux de défaut était passé, entre le quatrième trimestre 2007 et le premier trimestre 2008, de 5,76 à 6,48 %...

La chute du prix des maisons

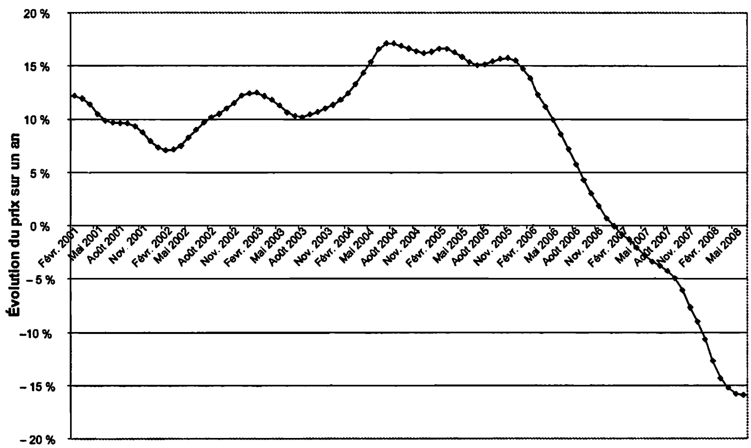
Le diagramme de la page suivante représente l'évolution de l'indice Case-Shiller, qui exprime l'appréciation (annualisée) de l'immobilier résidentiel dans les 20 principales métropoles des États-Unis.

Comme on le voit, le prix des maisons poursuivait inexorablement son plongeon, et seul le mouvement des trois derniers mois semblait signaler une légère décélération de la tendance. Le chiffre le plus récemment publié – en septembre 2008 – était celui du mois de juillet ; la dépréciation au cours des douze derniers mois écoulés avait été de 16,3 %. La dépréciation totale du parc immobilier résidentiel américain depuis le pic atteint par le prix de l'immobilier résidentiel en juillet 2006 était alors de 18 %.

Au vu de la courbe, les acheteurs potentiels préféraient bien entendu attendre encore : le nombre d'Américains déclarant vouloir acheter une maison dans les six mois à venir n'arrêtait pas de décliner : il était passé entre mars et avril 2008 de 3,4 à 2,4 %, ce dernier chiffre étant à peine supérieur à 2,3 %, taux le plus faible jamais enregistré, datant de février 1983, en plein cœur d'une période caractérisée par un taux de chômage élevé et une inflation galopante.

La chute du prix de l'immobilier résidentiel américain correspond bien entendu au nombre toujours croissant

Indice Case-Shiller 20



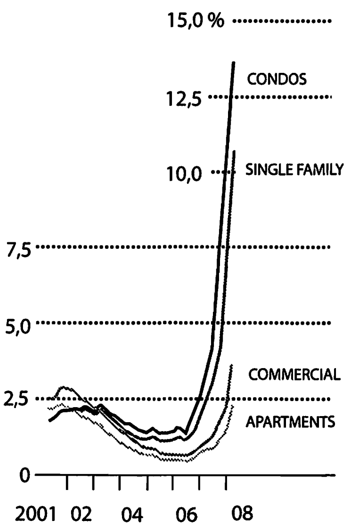
de résidences mises en vente, ce nombre ayant atteint en septembre le chiffre de 3,9 millions, le plus élevé depuis 1982.

La construction

La situation n'était guère plus favorable dans le secteur du logement neuf. Le graphique de la page suivante, emprunté au *Wall Street Journal* du 3 juillet 2008, révèle un type de profil nécessairement éphémère. La légende déclare « Défauts de paiements dans le secteur de la construction ». Les *condos* sont des appartements en copropriété, les *single family* sont des maisons individuelles ; le reste se comprend aisément.

Les banques régionales et de taille moyenne, qui s'étaient petit à petit retrouvées exclues du marché du prêt hypothécaire pour le logement ancien et s'étaient spécialisées dans le prêt à la construction, se trouvaient désormais aux abois : accordant des sursis à leurs emprunteurs, sans qu'il s'agisse là d'une marque de générosité de leur part, elles se contentaient de retarder l'heure de vérité où elles devraient enregistrer leurs pertes. Inutile de préciser qu'au vu de ces courbes la fin pour elles était proche.

Structure déficiente
Défaut de paiement dans le secteur de la construction



Notes : Loans 30 days past due; quarterly
Sources : FDIC, Foresight Analytics

La solution de la crise de l'immobilier selon Alan Greenspan

J'ai fait remarquer à plusieurs reprises, dans mes ouvrages précédents, que si les lieux communs énoncés par l'ancien président de la Federal Reserve trouvent toujours un écho dans les médias, ses observations originales – nombreuses, et dont j'ai toujours tiré parti – sont quant à elles totalement ignorées.

Dans un entretien qu'il accorda le 15 août au *Wall Street Journal*, Greenspan proposait comme solution à la crise de l'immobilier américain le relâchement des quotas relatifs aux immigrants constituant une main-d'œuvre qualifiée. Un calcul fondé sur la comparaison du nombre de ménages avec celui des maisons individuelles le conduisait à constater un excès de l'offre sur la demande qu'il chiffrait à 800 000 logements. Il calculait ensuite quelle réduction de ce stock permettrait de renouer avec une situation où il serait à nouveau plus avantageux pour un foyer d'acheter une maison plutôt que d'en être le locataire. Et il faisait alors la suggestion suivante : « L'initiative la plus rentable, quoique délicate sur le plan politique, consisterait dans une augmentation substantielle du quota des immigrants qualifiés. » Sur les 250 000 immigrants annuels que comptent les États-Unis, ajoutait-il, « à peu près 150 000 peuvent être considérés comme qualifiés. Doubler, voire tripler ce chiffre accélé-

rerait de façon notable l'absorption du stock de maisons invendues – et aiderait à en stabiliser le prix. »

2. Bear Stearns

Le sauvetage : vendredi 14 mars

Au matin du vendredi 14 mars 2008, Wall Street entra en régime de crise. La Federal Reserve de New York intervint comme elle l'avait fait en 1998, quand elle avait coordonné les efforts d'un certain nombre d'établissements financiers pour sauver le fonds d'investissement spéculatif Long-Term Capital Management. Cette fois, ce fut pour orchestrer l'aide que la banque commerciale JP Morgan apporterait, avec son soutien, à Bear Stearns, la cinquième banque d'investissement de la place de Wall Street, en panne sèche de liquidités.

Différence notable : les fonds de la Fed de New York seraient directement exposés. L'opération impliquerait pour JP Morgan de prêter à Bear Stearns des fonds qu'elle aurait elle-même empruntés à la Fed. À la suite de nouvelles dispositions prises quelques jours auparavant, la banque d'investissement aurait pu s'adresser directement à la Fed à partir du 27 mars, sans passer par l'intermédiaire d'une banque commerciale. Il ne fut apparemment pas possible de patienter deux semaines

de plus. Le PDG de Bear Stearns, Alan Schwartz, déclarait au matin du 14 mars : « Nos positions en liquidités se sont significativement détériorées au cours des dernières vingt-quatre heures. » L'action de la firme, qui s'était déjà dépréciée de 63 % depuis le début de l'année, perdait aussitôt 27 dollars, soit 47 % de sa valeur.

JP Morgan mettrait donc en gage auprès de la Fed un portefeuille d'obligations que Bear Stearns aurait déposé auprès d'elle. Toute déperdition de valeur de ces titres – c'est là que résidait la nouveauté – serait prise en charge par la Fed de New York.

J'ai eu l'occasion d'expliquer dans *L'Implosion* (pages 124-129 et 250-251) le parcours accidenté de cette banque d'investissement, victime de son rôle central dans l'émission de *residential mortgage-backed securities*, ces obligations créées en reconditionnant sous la forme d'une obligation unique plusieurs milliers de prêts hypothécaires individuels.

Fait significatif du risque systémique qui guette aujourd'hui le système financier dans son ensemble : les mesures d'aide prises le 14 mars par la Federal Reserve contribuèrent à précipiter la chute de Carlyle Capital, fonds de placement appartenant au groupe Carlyle, l'un des principaux acteurs sur le marché des fusions-acquisitions. Ironie du sort, Carlyle Capital avait adopté comme stratégie celle qui avait conduit Long-Term Capital Management à sa perte. Sa longue agonie avait animé

Wall Street durant la première partie de la même semaine. Le facteur qui scella apparemment le destin du fonds, dans la journée du 13 mars, fut le fait que, lorsque la Federal Reserve libéra de nouveaux capitaux en acceptant de prendre en gage des *residential mortgage-backed securities*, elle permit du même coup à celles-ci de recouvrer un prix, facilitant la revente par les créanciers de Carlyle Capital des avoirs déposés chez eux en collatéral des sommes empruntées, et qu'ils avaient saisis.

Le sauvetage : dimanche 16 mars

La nouvelle du rachat de Bear Stearns par JP Morgan Chase devint officielle dans la soirée du dimanche 16 mars. JP Morgan acquérait la firme – qui, parallèlement aux négociations de rachat, remplissait les formulaires de déclaration de faillite – au prix de 2 dollars l'action, soit un total ridicule de 236 millions de dollars. Malgré une chute du prix de ses actions de près de 50 % le vendredi 14, Bear Stearns valait alors encore – du moins sur le papier – 3,54 milliards de dollars. Le prix payé par JP Morgan représentait 6,7 % de ce chiffre ! Dans les jours qui suivirent, et devant les protestations nourries des actionnaires de la firme rachetée, JP Morgan allait multiplier son offre par cinq en payant l'action 10 dollars. La Fed soutenait la transaction en se portant garante des fonds les moins liquides de Bear Stearns

pour un montant de 29 milliards de dollars. On apprendrait quelques jours plus tard que, sans ce coup de pouce de la Fed, JP Morgan n'aurait pas été partante.

Les dirigeants de la Fed avaient passé un week-end agité, tout comme ceux du Trésor américain. Il fallait faire vite, ce dimanche après-midi, avant l'ouverture dans la soirée de la Bourse de Tokyo pour sa séance du lundi, sans quoi le cataclysme annoncé depuis l'été 2007 était prévu pour le lendemain. Exemple entre mille, l'analyste financier Jim Sinclair écrivait dans la nuit du vendredi au samedi : « Jamais dans l'histoire économique il n'y eut une nuit comme celle-ci. Si j'écris aussi tard, c'est en raison de l'énormité des forces qui convergent. [...] Je suis en résonance avec la vitesse de la désintégration. Ces maudits produits dérivés traités de gré à gré, et leurs fabricants, qui, soit dit en passant, enrichirent les membres de la communauté bancaire internationale au-delà de leurs rêves les plus fous, défont maintenant leurs positions à la vitesse de la lumière. »

La Federal Reserve Bank comme « poubelle »

M. Gordon Brown, Premier ministre britannique, a nationalisé Northern Rock et a répété à plusieurs reprises depuis lors que son gouvernement n'hésiterait pas à ré-intervenir de manière similaire si la chose se révélait nécessaire. Aux États-Unis, on ne nationalise pas d'un

cœur aussi léger, et la formule adoptée pour Bear Stearns – 236 millions de la poche de JP Morgan et 29 milliards de la poche du contribuable (même si c'est indirectement) – permet de sauver la face, puisqu'au niveau des apparences, du moins, la solution reste confinée au secteur privé.

Mais les réactions à une manœuvre que l'on pourrait qualifier de « nationalisation à l'américaine » ne se sont pas fait attendre : le mardi 18 mars, soit deux jours après le rachat de Bear Stearns par JP Morgan Chase, une annonce en pleine page dans le *Wall Street Journal* se présentait comme une lettre ouverte : « To : M. Ben Bernanke. Please, don't put garbage in the Federal Reserve ! » (« M. Bernanke [président de la Banque centrale américaine] : S'il vous plaît, n'engrangez pas d'ordures dans la Federal Reserve Bank ! »). Le texte était une petite merveille d'explication technique sur la manière dont fonctionnent les *residential mortgage-backed securities* (RMBS), et rédiger un texte de cette nature n'était certes pas à la portée du premier venu.

L'annonce constituait une attaque en règle, très intelligente, contre la nationalisation déguisée de Bear Stearns, mettant l'accent sur la manœuvre qui avait eu lieu à l'arrière-plan : le rachat – lui aussi déguisé – de son portefeuille de RMBS par la Federal Reserve, à concurrence, ainsi que nous l'avons vu, de 29 milliards de dollars. L'astuce avait consisté à dire que Bear

Stearns mettait en gage un portefeuille de RMBS qui « manquait simplement de liquidité », et qu'il ne s'agissait donc pas d'un rachat de ces titres, mais seulement d'un prêt dont le collatéral serait saisi et revendu en cas de pépin sans qu'aucun risque n'existe par conséquent pour le contribuable de voir disparaître en fumée les 29 milliards de dollars avancés. L'annonce parue dans le *Wall Street Journal* mettait les pieds dans le plat : le collatéral en question ne valait pas tripette, dénonçait-elle ; même à 60 cents du dollar, les RMBS de notation AAA ne trouvaient plus preneur. Alors, à quoi pensait le gouvernement en agissant comme si elles valaient encore quelque chose ? Le message, dont chaque lettre mesurait un bon demi-centimètre, ne risquait pas de passer inaperçu !

L'auteur de l'annonce n'était autre qu'Andy Beal, banquier excentrique, grand joueur de poker, qui tenta autrefois de mettre sur pied une compagnie privée de placement sur orbite de charges lourdes. Quant à la conjecture dite de Beal, dotée d'un prix de 100 000 dollars, c'est une généralisation du théorème de Fermat.

La « poubellisation » ne devait pas s'arrêter là. Les organismes de financement privé de prêts étudiants fuyaient ce secteur depuis l'été 2007. Le 2 mai 2008, la Fed décidait d'accepter d'échanger contre des *treasuries* (des obligations d'État américaines), et pour des périodes renouvelables de vingt-huit jours, les titres adossés à ces

prêts étudiants. Les titres adossés à des prêts immobiliers étaient déjà acceptés, eux, depuis décembre, et la liste s'allongea également, le 2 mai, aux titres adossés à des dettes sur cartes de crédit ou sur prêts automobiles.

Sauvetage de Bear Stearns ou sauvetage de JP Morgan Chase ?

Le sauvetage de Bear Stearns avait donné l'occasion à Ben Bernanke de montrer qu'il était disposé à sortir du cadre conventionnel des moyens dont dispose la Fed en avançant 29 milliards de dollars à une banque d'investissement. Comme l'arme de la nationalisation ne faisait pas partie de sa panoplie, ce ne fut peut-être pas tant un choix courageux qu'une absence d'alternative. Au lendemain de l'opération, on comptait que, avec 230 milliards de dollars déboursés par la Fed pour venir en aide aux établissements financiers, il avait déjà brûlé plus de la moitié de ses cartouches, soit 400 milliards de dollars.

Raison de cette sortie de son domaine réservé : l'impossibilité de considérer Bear Stearns comme quantité négligeable, en raison du réseau enchevêtré d'assurances que les établissements financiers ont contractées contre le risque qu'ils se font courir les uns aux autres. L'instrument de choix en est le *credit default swap*, ou CDS (couverture sur défaillance) : on compte que ces paris que font les établissements financiers sur la bonne santé

de leurs confrères existent aujourd'hui à concurrence de 62 000 milliards de dollars. Cette prolifération a plusieurs conséquences : la plupart des « assureurs » se sont si bien engagés que, en cas de réel désastre, ils ne pourraient pas faire face à leurs obligations, et que leur propre faillite en déclencherait d'autres. Or ce risque est le plus souvent créé de toutes pièces : bien des positions en CDS sont prises par des spéculateurs pariant simplement sur une faillite éventuelle et répandant à l'occasion des rumeurs pour augmenter leurs chances.

En fait, l'identité du « chevalier blanc » JP Morgan Chase n'avait pas été indifférente dans le déroulement des événements, car cette banque était la plus impliquée dans la garantie des *credit default swaps*, et c'était donc elle qui aurait subi le plus grand choc au cas où Bear Stearns avait fait faillite, ce qui fit dire à certains que ce n'était pas tant Bear Stearns qui avait été sauvée in extremis, le 16 mars, que JP Morgan elle-même.

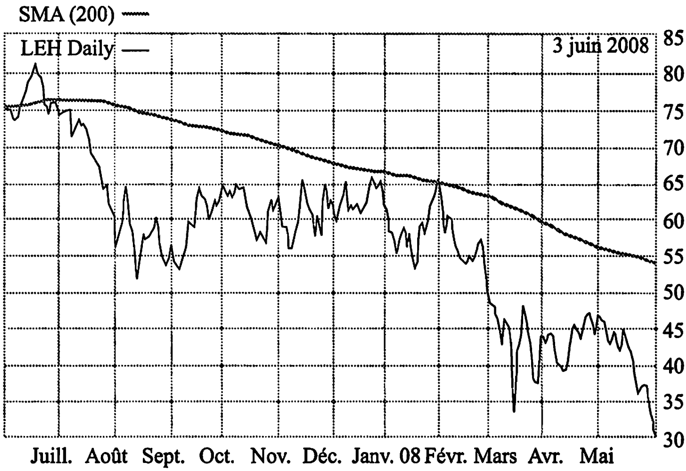
Le sauvetage de Bear Stearns, ce 16 mars 2008, instaura un nouveau climat : le vague espoir que la Fed viendrait de la même manière à la rescousse de toute institution clé au sein du système financier américain. Malheureusement, du fait de l'interdépendance existant aujourd'hui entre établissements financiers, et comme Bear Stearns en avait administré la preuve, ils étaient désormais très nombreux à jouer un rôle clé. Un commentateur demandait au mois de mai que la Fed

déclare officiellement en quels cas d'insolvabilité elle interviendrait et en quels autres cas elle refuserait de le faire. En persistant à se taire, elle laissait entendre que ses 889 milliards de dollars en réserve seraient disponibles pour sauver tout le monde, ce qui ne serait évidemment pas le cas. En attendant, elle portait à bout de bras un système financier américain saignant de mille plaies.

3. Lehman Brothers

En 2007, Bear Stearns était la plus petite des cinq grandes banques d'affaires de Wall Street. Après son absorption par la banque commerciale JP Morgan Chase, le 16 mars, Lehman Brothers devenait automatiquement la plus petite des quatre grandes.

Or le scénario qui s'était déroulé dans les quelques semaines qui avaient précédé la fin de Bear Stearns parut se répéter, en juin 2008, avec Lehman Brothers : même accent mis par la presse sur un portefeuille dangereusement chargé de prêts de mauvais aloi, mêmes déclarations relatives à la nécessité de recapitaliser (3 à 4 milliards de dollars nécessaires, après 6 milliards en 2007), et, surtout, mêmes rumeurs relatives au fait que les contreparties de Lehman Brothers seraient en train de se dégager des transactions qui les liaient.



Le prix de l'action avait chuté le lundi 2 juin de 8 %, et de 9,4 % le mardi 3. La grande chute précédente, de 19 % celle-là, datait du lundi 17 mars, au lendemain du sauvetage de Bear Stearns, ce qui veut dire que le rapprochement dans les esprits entre le sort de Bear Stearns et celui de Lehman Brothers ne datait pas de la veille. Un commentateur levait les bras au ciel : « Si un établissement financier est à la merci de la moindre rumeur, il est nécessairement en phase terminale, et il vaut mieux que nous en fassions notre deuil et passions à autre chose ! »

J'ai évoqué les « falaises de crédit » dans un précédent ouvrage, *Investing in a Post-Enron World.* J'y écrivais (page 188) : « La présence d'une “falaise de crédit” signifie que le risque de crédit qu'une compagnie repré-

sente pour ses contreparties est non linéaire. Une chiquenaude, et ce risque pourrait s'amplifier considérablement ; les agences de notation traduiront alors cette chute brutale en rétrogradant cette compagnie de plus d'un cran, selon le barème qu'elles établissent entre risque de crédit et notation. La compagnie sera encore exposée davantage si elle a eu la folie de lier sa bonne santé financière au maintien d'une notation particulière ».

C'est ce à quoi on pense quand on affirme de manière « impressionniste » que les marchés reposent sur la confiance. Je proposerai plus loin une formalisation de ce que l'on entend exactement par « confiance des marchés » ; disons d'emblée que, quand on a évoqué la « confiance des marchés » durant la crise des *subprimes*, on a simplement voulu dire que les conditions à remplir pour qu'un acheteur potentiel décide d'acquérir un produit financier devenaient de plus en plus restrictives. Le nombre d'obstacles à franchir et la quantité d'information à réunir pour qu'une transaction ait lieu n'arrêtaient pas de croître : information sur le produit, tout d'abord (à savoir : s'il contient ou non des prêts *subprime*) ; information ensuite sur la contrepartie (quelle est sa solvabilité, estimée par rapport à la quantité de prêts *subprime* que contient son portefeuille ?).

Autrement dit, « dans le doute, abstiens-toi » ! Il suffit qu'un nombre suffisant de contreparties éventuelles de

Lehman Brothers se disent : « Tiens, cela me rappelle Bear Stearns », pour que cela devienne Bear Stearns, et non pas pour une raison « mystique », comme s'exprimait Lévy-Bruhl, mais tout simplement parce que le fait que cela rappelle Bear Stearns veut dire que *la quantité d'information à réunir pour qu'une transaction puisse encore avoir lieu avec Lehman Brothers n'arrête pas de croître*, à quoi s'ajoute le fait que si la banque X se dégage alors de ses transactions avec Lehman, les notateurs devront revoir sa notation à la baisse (comme Standard & Poor's l'a fait le 3 juin 2008, la rétrogradant de A+ à A), poussant Y et Z à se retirer à leur tour, précipitant ainsi la firme du haut d'une « falaise de crédit ».

La chute de Lehman Brothers aurait été une très mauvaise nouvelle pour le monde financier. D'abord parce qu'on s'était dit à propos du sauvetage de justesse de Bear Stearns que l'opération serait très difficile à rééditer, et ce, en pensant essentiellement aux 29 milliards de dollars avancés par la Fed. Or il était apparu, comme je l'ai signalé, que JP Morgan Chase aurait été la plus exposée au cas où Bear Stearns aurait fait faillite. En second lieu, parce que, fût-on même arrivé à sauver in extremis Lehman Brothers – comme on avait pu le faire avec Bear Stearns – que, sur les trois qui resteraient en piste à Wall Street, il s'en trouverait automatiquement une qui serait devenue « la plus petite des trois grandes sociétés de courtage de Wall Street », mettant par là en

évidence que la spirale infernale était toujours bien présente et qu'on serait prêt à repartir pour un tour...

La recapitalisation de Lehman Brothers

Un nouvel épisode devait intervenir une semaine plus tard. Le 11 juin, le titre de Lehman Brothers s'était vendu dans un vent de panique à la Bourse de New York, chutant dans la journée de 13,64 % (23,75 dollars en clôture) et entraînant le marché boursier tout entier à sa suite (– 1,68 %). Après une faible reprise le jeudi précédent, les affaires n'allaient déjà pas très bien, le titre ayant perdu 12,4 % de sa valeur entre le mercredi 4 et le mardi 10 juin.

Le 9 juin, Richard Fuld, PDG de Lehman, annonçait que la firme se recapitalisait à concurrence de 6 milliards de dollars, somme à comparer à la valeur que la Bourse lui assignait ce jour-là : 19,2 milliards de dollars ; 6 divisé par 19,2, cela fait 31,25 %, et c'est dire si les actionnaires de Lehman durent rire jaune à l'annonce de la nouvelle : une dilution de la valeur du titre de près d'un tiers ! Le même jour, Fuld annonçait une perte probable de 2,8 milliards de dollars pour le deuxième trimestre, montant quatre fois plus élevé que celui auquel s'attendaient les analystes.

Après la période de grands chocs qui avait caractérisé 2007, la « drôle de crise » de la finance signalait une

ère de lente déliquescence où l'on mentait – comme les grandes banques commerciales américaines qui revalorisaient les pertes encaissées sur leurs dettes comme des « gains », même si de tels « gains » ne pourraient jamais se concrétiser. Dans le cas de Lehman, ces gains-là s'élevaient, pour la période qui s'étend du 1er janvier 2007 au 29 février 2008, à 1,9 milliard de dollars, soit en moyenne 400 millions de dollars par trimestre.

Période de raccommodage, aussi, où l'on collait des rustines sans grand espoir que cela tienne – ainsi, les notateurs seront dorénavant rétribués par tous ceux qu'ils notent, même si leur notation est défavorable – et où l'on laissait crever les condamnés à mort d'une longue agonie en leur refusant cruellement le coup de grâce parce que celui-ci ferait la une des journaux – ainsi les *monolines*, les rehausseurs de crédit, que les notateurs refusaient d'achever, même s'ils publiaient désormais de manière très hypocrite, parallèlement, la notation optimiste qu'eux-mêmes s'accordaient.

« Short sales » et rumeurs

Deux mesures furent annoncées par la Securities and Exchange Commission, le régulateur des marchés boursiers américains, la première le 15 juillet, la seconde, le lendemain 16 juillet : une interdiction pour trente jours du *naked short selling*, et l'enquête préalable à d'éven-

tuelles poursuites contre cinquante fonds d'investissement spéculatifs pour avoir répandu des nouvelles alarmistes à propos de Bear Stearns en son temps et de Lehman Brothers ultérieurement.

Le *short selling*, la vente à découvert, consiste à parier non pas sur la hausse du cours d'une action, mais sur sa baisse. Pour parier à la hausse, on commence bien sûr par acheter des titres, puis on les revend plus tard, après que le prix a grimpé, et on empoche la différence entre les deux prix. Pour parier à la baisse, il faut faire l'inverse : d'abord vendre, ensuite acheter. L'opération semble à première vue paradoxale, mais elle est plus facile à réaliser qu'on ne l'imagine : on commence par emprunter des actions de la firme dont on suppose que le cours va baisser, et on les vend aussitôt, après quoi on attend que le prix baisse, et on rachète alors le même nombre d'actions que l'on retourne à celui à qui on avait emprunté : le prix à la vente a été plus élevé que celui à l'achat, et le tour est joué : dans ce cas-là aussi, on empoche la différence.

Le *naked short selling*, la vente à découvert « nue », joue sur le fait que les autorités boursières américaines accordent une période de grâce de trois jours entre le moment où l'on donne l'ordre de vente des actions que l'on a empruntées et celui où il faut effectivement les livrer. Certains en profitent pour donner des ordres de vente qu'ils annuleront durant la période de grâce, n'ayant en réalité jamais eu l'intention de livrer les titres

– et ne les ayant du coup jamais empruntés –, afin de jouer simplement sur la pression à la baisse que leur ordre de vente exerce sur le prix.

Depuis des années, les autorités américaines, jugeant son impact sur les marchés négligeable, avaient fait la sourde oreille quand certaines entreprises en difficulté réclamaient l'interdiction du *naked short selling*. Mais, dans le nouveau climat, tout ce qui pouvait faire une différence – aussi minime fût-elle – comptait, et l'interdiction tomba le 16 juillet. Elle s'appliquait en particulier, expliqua la SEC, à Fannie Mae, Freddie Mac, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley et Lehman Brothers, mais, en fait, à l'ensemble des *primary dealers* : les organismes bancaires habilités à traiter directement avec la Fed et qui bénéficient en retour du droit de mettre des titres en pension auprès de celle-ci par l'intermédiaire du Primary Dealer Credit Facility (PDCF). La liste des *primary dealers* donnée sur le site de la Federal Bank de New York était cependant légèrement différente de celle de la SEC. Présentes sur la liste de celle-ci, mais manquantes sur celle de la Fed de New York : Allianz SE et Royal Bank ADS ; à l'inverse, manquantes sur la liste de la SEC : Cantor Fitzgerald & Co., Dresdner Kleinwort Securities LLC et Greenwich Capital Markets Inc.

La chute de Lehman Brothers

Le 3 juillet, Lehman Brothers fit passer la part maximale de la rétribution de ses employés pouvant être versée en titres de la firme de 50 à 65 % ; c'est ce qui explique paradoxalement que, isolé parmi ceux des autres établissements financiers, le cours de son titre ait gagné 6,7 % ce jour-là.

Qu'allait-il se passer maintenant ? Certains, sur les marchés financiers, affirmaient que Lehman était à l'abri d'une mésaventure semblable à celle de Bear Stearns, et ce parce que la Fed avait étendu depuis lors aux banques d'investissement la *discount window* qu'elle offrait jusque-là uniquement aux banques commerciales, laquelle leur permet d'obtenir des crédits en mettant en pension des obligations puisées dans leur portefeuille. Ce type d'opération empêche en effet une dégradation brutale comme celle qui entraîna Bear Stearns par le fond, mais il ne résolvait nullement l'ensemble des problèmes de la firme. Pourquoi ? Parce que, même si Lehman tirait parti de cette option – ce qu'elle hésitait à faire, comme l'avait montré sa promptitude à dénier, début juin, qu'elle y avait eu recours –, les opérations auxquelles elle pouvait encore se livrer étaient d'un faible rendement, et que pourrait rapidement se présenter le moment où elle aurait épuisé le fonds d'obligations qu'elle était susceptible de mettre en gage de cette

manière. Avant même qu'elle n'en arrive là, il se pouvait que la Fed mette le holà à sa capacité d'emprunter, parce qu'il s'agissait après tout – même si c'est de manière indirecte aux États-Unis – de l'argent du contribuable, et que celui-ci n'avait guère apprécié le sauvetage de Bear Stearns, dans lequel il avait vu ce que les Anglo-Saxons appellent un *moral hazard*, ce que je traduirai par une « prime à l'imprudence ».

Il était clair que l'opération de rattrapage in extremis de Bear Stearns par la Federal Reserve de New York et par la banque commerciale JP Morgan Chase ne pourrait pas être renouvelée. Le secrétaire au Trésor américain, Henry Paulson, à Londres, le 3 juillet, s'inquiétait : il rappelait qu'un système de redressement judiciaire semblable à celui en vigueur pour les banques commerciales n'existait pas pour les banques d'investissement. C'était d'ailleurs cette particularité qui avait justifié l'opération inédite, accompagnée d'une avance de 29 milliards de dollars consentie par la Fed à JP Morgan Chase pour l'aider dans son absorption précipitée de Bear Stearns. Dans les jours qui suivirent, la Fed avait autorisé l'ensemble des banques d'investissement à emprunter auprès d'elle en mettant des titres en gage, comme seules avaient le droit de le faire jusque-là les banques commerciales.

Les événements ne tardèrent cependant pas à se précipiter. Durant le weekend des 6 et 7 septembre, le ministre des Finances Henry Paulson et Ben Bernanke,

le patron de la Fed, avaient mis au point le plan de sauvetage des *government-sponsored entities*. Durant la semaine qui suivit, les nouvelles relatives à la santé de Lehman Brothers devinrent rapidement alarmantes. On apprenait ainsi le mardi 9 septembre que la *Korea Development Bank* (KDB), un fonds souverain coréen comme l'indique son nom, qui envisageait une prise de participation dans le capital de Lehman Brothers, venait de se le voir interdire par son autorité de tutelle. Il devenait soudain évident que les fonds souverains avaient cessé d'être les chevaliers blancs qui sauveraient tous les établissements financiers en perdition à Wall Street : ils n'étaient venus à la rescousse que tant qu'il restait un espoir de rentabilité. Les marchés boursiers prirent très mal la nouvelle : l'action de Lehman Brothers perdit ce jour-là, à la bourse de New York, près de 45 % de sa valeur.

Les choses ne firent encore qu'empirer les jours suivants. On ne fut pas surpris dès lors d'apprendre le vendredi 12 septembre, que les principaux intervenants sur les marchés financiers américains étaient convoqués au chevet de Lehman Brothers par leurs régulateurs. La réunion n'était pas sans en rappeler une autre qui s'était tenue dix ans auparavant quand il s'était agi de désamorcer le risque systémique créé par le naufrage de *Long Term Capital Management*, un fonds spéculatif créé en 1994 par une vedette de Wall Street, John Merriwheter, bien connu du public en raison du portrait qu'avait dressé de

lui Michael Lewis dans son livre à succès, *Liar's Poker*, fonds qui s'enorgueillissait de la présence parmi ses dirigeants de deux prix « à la mémoire d'Alfred » Nobel d'économie : Myron Scholes et Robert C. Merton. La déconfiture retentissante de la firme attira l'attention sur l'écart qui existait entre la théorie économique et la réalité des marchés financiers.

Ce même vendredi 12 septembre, l'éditorial de François Vidal dans *Les Échos* s'intitulait : « Faut-il sauver le soldat Lehman ? » et analysait le sauvetage du courtier en termes de « confiance ». Or la confiance n'avait plus aucun rôle à jouer dans la situation désespérée de Lehman Brothers : seule sa solvabilité était désormais en cause. Les grandes banques d'affaires de Wall Street s'étaient partagé jusqu'en 2007 des commissions aux montants astronomiques parce que la finance regorgeait de fonds. Lorsque ces sommes s'évanouirent avec le tarissement du crédit engendré par la crise des *subprimes*, ce type d'affaires cessa brutalement d'être rentable. Il ne restait plus, dans le cas de Lehman, que d'infrastructures à se partager comme dépouilles et... de l'écheveau à démêler des paris que les établissements financiers avaient pris sur la mauvaise santé financière les uns des autres sous la forme de *credit default swaps*.

La manière dont le sauvetage fut envisagé au début des discussions qui se tinrent durant ce week-end voulait que l'on séparât, dans les avoirs de Lehman, d'un côté,

la part qui était revendable, pour constituer une « bonne » banque, et de l'autre, les déchets toxiques, dont on ferait une « mauvaise » banque : une citerne parfaitement étanche pour contenir ceux-ci et dont aucun liquide corrosif ne devrait s'écouler – sous peine de faire s'effondrer le prix de ces produits et avec eux la partie encore indemne de Wall Street.

Les candidats pour la « bonne banque » ne manquaient pas : la Barclays, la troisième banque britannique, Bank of America et HSBC (Hong Kong Shanghai Banking Corporation), la première banque britannique. Mais nul ne se portait candidat à l'achat de la « mauvaise banque » : nul ne se portait volontaire pour assurer la maintenance de la citerne à déchets toxiques. Les banquiers étaient d'avis que la responsabilité en incombait à l'Oncle Sam. « Pas du tout ! », rétorquait celui-ci : « Si vous voulez emprunter, j'ai mis en place en mars dernier une structure de prêt, tout spécialement à l'intention des courtiers de Wall Street : c'est fait pour cela ! »

En l'absence d'assurances gouvernementales suffisantes, Barclays se retira de la discussion dans la matinée du dimanche. Trois heures plus tard, ce fut le tour de Bank of America. À la surprise générale, le représentant de la banque assortit sa déclaration à la presse de l'annonce que la première banque des États-Unis envisageait... une fusion avec Merrill Lynch !

Lehman Brothers ne trouva pas acheteur. Et alors que tous les yeux étaient tournés vers Lehman, le numéro 4 des banques d'affaires de Wall Street, Merrill Lynch, le numéro 3, en avait profité pour se vendre à Bank of America.

Le lendemain, lundi 15 septembre, Lehman Brothers était en redressement judiciaire. Dans les jours qui suivirent, la Barclays se porta acquéreuse de la partie américaine de la firme tandis que la banque japonaise Nomura rachetait ses filiales en Asie, au Moyen-Orient et en Europe.

Fait le plus remarquable – je l'ai déjà fait observer dans *L'Implosion* – aucun des innombrables coupe-feux en place au sein du système financier n'avait pu retarder d'une seule seconde la progression de l'incendie. Désormais ne subsistait plus que son cœur-même, alors que toutes les défenses étaient tombées.

4. Merrill Lynch

On apprenait le 30 juillet que, pour mettre fin une fois pour toutes aux spéculations sur sa valeur, Merrill Lynch avait décidé de vendre la partie la plus malsaine de son portefeuille de *collateralized debt obligations* (CDO) en perdition, celle qui n'était pas couverte par une assurance d'un type ou d'un autre. Je rappelle que les CDO sont un instrument financier constitué de « tranches »

d'*asset-backed securities* où se cachaient en grandes quantités les prêts immobiliers *subprime* marqués du sceau de l'infamie. Le montant nominal de ce portefeuille était de 30,6 milliards de dollars ; le prix de vente était, lui, de 6,7 milliards, ce qui signifiait un recouvrement de 22 cents du dollar. Un mois plus tôt, Merrill Lynch chiffrait ce même portefeuille à 11,1 milliards, ce qui aurait correspondu à un recouvrement de 36 cents du dollar. L'opération trahissait donc une certaine urgence !

Les CDO qui n'auront pas été vendus représentent un montant de 8,8 milliards de dollars. Parmi ceux-ci, l'équivalent de 7,2 milliards sont couverts par des contreparties dites « au-dessus de tout soupçon », 1,1 milliard est couvert par le *monoline* AMBAC, et l'équivalent de 1,6 milliard de dollars n'est pas couvert du tout. Si l'on additionne le 1,1 milliard de dollars de AMBAC (qui se trouvait sur la corde raide depuis l'automne 2007) au 1,6 milliard de dollars non couvert, on obtient le chiffre de 2,7 milliards de dollars que l'on était sûr de retrouver comme charges financières dans un prochain bilan trimestriel.

Mais puisque j'ai mentionné AMBAC, examinons un instant la manière dont Merrill Lynch apurait ses comptes avec d'autres rehausseurs de crédit, en particulier avec Security Capital Assurance (SCA), qui, noté *junk* depuis le 20 juin, se trouvait au bord du gouffre, mais auprès de qui les infirmiers se bousculaient, chacun avec

son ballon d'oxygène, pour éviter qu'elle ne fasse défaut sur les 45 milliards de dollars en CDO qu'elle assurait pour une vingtaine de firmes. Merrill Lynch recevrait de SCA 500 millions de dollars, et on n'en parlerait plus : 500 millions pour 3,74 milliards, cela voudrait dire 13 cents du dollar. Cette formule de règlement à l'amiable exprimé en cents constituait bien entendu un précédent dans la manière dont serait réglé le contentieux entre les rehausseurs de crédit aux abois et leurs clients.

Autre annonce de Merrill Lynch, le même jour : la banque d'investissement se recapitaliserait à hauteur de 8,5 milliards de dollars, d'où une dilution des titres alors en circulation de 38 %. Mais la partie la plus intéressante de la nouvelle était que Temasek, un fonds souverain de Singapour, souscrirait à cette recapitalisation pour un montant de 3,4 milliards de dollars... bien qu'il s'agisse plutôt, en l'occurrence, d'une illusion d'optique, pour une raison que je vais expliquer. En décembre 2007, puis en mars 2008, Temasek avait injecté 5 milliards de dollars dans Merrill Lynch en achetant ses actions au cours de 48 dollars. L'accord prévoyait que si la cote baissait la firme de Wall Street rembourserait le fonds souverain. Entre-temps, le cours de l'action avait perdu près de la moitié de sa valeur (cotant 26,25 dollars en clôture le 30 juillet). Merrill devait donc à Temasek 2,4 milliards de dollars que celui-ci promit de réinjecter dans la transaction. Temasek n'injecterait donc en réalité que 1 mil-

liard de dollars. Sur les 8,5 milliards de la recapitalisation, 2,4 milliards – soit 28 % – servaient simplement à rembourser Temasek pour un placement qui avait mal tourné. Au bilan, Merrill Lynch se retrouverait avec 6,1 milliards (8,5 – 2,4) d'argent frais – donc un coût de dilution de 38 % pour ceux qui détenaient alors des titres de la firme et qui, dans ces conditions, ne devaient pas être près d'en reprendre !

Le vent avait tourné pour Merrill Lynch comme pour l'ensemble des grands courtiers/banques d'investissement américains, ceux que l'on avait pris l'habitude de désigner simplement du terme de « Wall Street ». Comme je l'ai déjà mentionné, dans la foulée des négociations visant à sauver Lehman Brothers de la faillite, Bank of America annonçait le 14 septembre qu'elle s'était portée acquéreuse de Merrill Lynch. Il ne restait désormais plus de « Wall Street » que ses deux plus beaux fleurons : Goldman Sachs et Morgan Stanley.

Quand elles étaient cinq, la cinquième banque d'affaires, Bear Stearns, était la plus menacée. Puis elles ne furent plus que quatre. Enfin, le dimanche 14 septembre, deux d'entre elles, Lehman Brothers et Merrill Lynch, disparurent d'un coup. Il n'en restait plus que deux, les plus solides. Il n'en demeurait pas moins que le *business model* de ce type d'établissements financiers était, comme nous l'avons vu, condamné à terme.

Le mercredi 17 septembre, les titres de Goldman

Sachs et de Morgan Stanley furent à nouveau attaqués et ils perdaient en séance 20,05 % de leur valeur pour le premier et 28,40 % pour le second. Leurs chiffres trimestriels n'étaient pas alarmants, mais le sentiment général s'était instauré que la rentabilité du type d'affaires qu'elles brassaient avait disparu et, du coup, le coût des *credit default swaps* portant sur elles, et évaluant le risque de crédit qu'elles représentaient pour leurs contreparties, augmentait inexorablement.

Le lundi 22 septembre, Goldman Sachs et Morgan Stanley annonçaient que la Federal Reserve avait accepté leur demande conjointe d'accéder au statut de banque commerciale. C'en était fini de « Wall Street ». Les deux géantes qui trouvaient jusque-là leurs fonds sur le marché des capitaux devraient désormais, beaucoup plus prosaïquement, réduire considérablement leur endettement et obtenir leurs capitaux sous la forme de dépôts sur les comptes de leurs clients. Les marges bénéficiaires du passé ne seraient bientôt plus qu'un souvenir mais, bénéfice immédiat, elles allaient pouvoir reclasser certains de leurs actifs les plus douteux en « *held for investment* », conservés aux fins d'investissement, et ne plus avoir à les comptabiliser au prix dérisoire que le marché leur attribuait désormais.

Le même jour, Morgan Stanley signalait une prise de participation de 20 % dans son capital par la banque japonaise Mitsubishi. Le lendemain, Goldman Sachs annon-

çait que le financier vedette Warren Buffett prenait une participation conditionnelle de 5 milliards de dollars dans son capital.

5. Les banques commerciales

Les banques commerciales sont entrées dans une période de turbulences majeures, et cela à l'échelle de la planète. Les charges passées en pertes et profits par un certain nombre d'établissements financiers depuis le début de la crise des *subprimes*, en février 2007, étaient, au 29 août 2008, de 515 milliards de dollars ; ces établissements s'étaient parallèlement recapitalisés durant la même période à concurrence de 335 milliards. Pour les seules banques américaines, les pertes se montaient à 255 milliards, et la recapitalisation à 180 milliards. Les banques européennes n'avaient pas été épargnées : elles avaient perdu l'équivalent de 160 milliards d'euros (soit 235 milliards de dollars) et avaient levé de nouveaux fonds pour un total de 104 milliards d'euros (soient 153 milliards de dollars). Les recapitalisations étaient donc loin d'atteindre le montant des pertes, mais elles étaient proportionnellement plus substantielles aux États-Unis qu'en Europe.

Ces chiffres seront à revoir sensiblement à la hausse lorsque les conséquences de la faillite de Lehman

Brothers seront connues. On évoque déjà, pour celles-ci, le chiffre de 600 milliards de dollars, soit une somme plus élevée que les pertes essuyées jusque-là.

Voici les chiffres qui étaient rapportés au 15 septembre 2008, exprimés en milliards de dollars :

	Pertes	Recapitalisation
Citigroup	55,1	49,1
Merrill Lynch	51,8	29,9
UBS (Suisse)	44,2	28,3
HSBC (UK)	27,4	3,9
Wachovia	22,5	11
Bank of America	21,2	20,7
Washington Mutual	14,8	12,1
Morgan Stanley	14,4	5,6
JP Morgan Chase	14,3	7,9
Lehman Brothers	8,2	13,9
Crédit agricole (F)	8	8,9
Société générale (F)	6,8	9,8

Chiffres significatifs, puisqu'ils expliquent pourquoi les fonds souverains cessèrent à cette époque d'apparaître comme la solution aux problèmes de capitalisation des banques : le cours des titres de celles qui avaient bénéficié de tels apports avait baissé en moyenne de 45 % depuis la date des injections de capital.

Le comportement dans la tourmente des différentes banques commerciales américaines se révéla très inégal, et le classement des dix premières ne cessa de se modifier, le classement en termes d'actifs et celui en termes de chiffre d'affaires ayant en particulier cessé de coïncider. Ainsi, Citigroup, passée au quatrième rang en termes de chiffre d'affaires derrière la Wells Fargo, demeurait cependant la première banque par ses actifs. De ce même point de vue, la banque californienne n'était que cinquième. La première banque en chiffre d'affaires était désormais Bank of America, JP Morgan Chase étant placée deuxième.

Bank of America n'avait cessé de grossir depuis qu'en 1997 Nationsbank, de Charlotte, Caroline du Nord, avait acheté Bank of America, banque californienne dont elle reprit le nom. En 2004, Bank of America acquit FleetBoston, une banque de Boston – comme son nom l'indique. En 2005, ce fut le tour de MBNA, jusque-là l'un des plus gros gestionnaires de cartes de crédit. En 2007, Bank of America acquit LaSalle, la succursale américaine de la banque néerlandaise ABN-AmRo, laquelle était parallèlement rachetée par un consortium européen constitué de la Royal Bank of Scotland, de Fortis et de Banco Santander. En 2007 également, au 1er juillet, Bank of America avait acquis l'ange déchu Countrywide, le numéro un du prêt hypothécaire américain.

JP Morgan Chase, elle, avait su tirer son épingle du jeu

en bénéficiant d'une avance de 29 milliards de dollars lorsqu'elle avait acquis Bear Stearns en mars 2008, opération dans laquelle certains lurent essentiellement son propre sauvetage du fait qu'elle avait vendu une quantité considérable de *credit default swaps* portant sur celle qui était alors encore la cinquième banque d'affaires sur la place de Wall Street. La défaillance de Bear Stearns aurait mis JP Morgan dans une position extrêmement délicate [1].

Citigroup avait été au premier rang des établissements financiers affectés par le fiasco des *structured investment vehicles* (SIV). Elle avait tenté de sauver ceux à l'origine desquels elle se trouvait dans l'opération avortée du *Master Liquidity Enhancement Conduit* (MLEC). Les *structured investment vehicles* émettaient des billets de trésorerie adossés à des obligations adossées elles-mêmes à des actifs – en anglais : *asset-backed commercial paper* (ABCP). Leur bon fonctionnement dépendait de l'existence d'une courbe de taux où les taux longs étaient sensiblement plus élevés que ceux à court terme. La situation chaotique des taux qui résultait à l'automne 2007 du tarissement du crédit signa l'arrêt de mort des SIV [2].

---

1. Je reviendrai là-dessus au chapitre IX lorsque je me pencherai plus spécifiquement sur le cas des CDS.

2. On trouvera une explication plus détaillée de cet aspect de la crise dans *L'Implosion* (Fayard, 2008, p. 152-157).

En 2007, Citigroup était encore la principale banque commerciale américaine en chiffre d'affaires, et nous avons vu qu'elle demeurait le numéro un en termes d'actifs à l'automne 2008. Elle n'en était pas moins en péril pour avoir essuyé les pertes les plus sévères, en raison de ses opérations dans le segment *subprime* de l'immobilier résidentiel. Avec des dizaines de millions de clients répartis sur une centaine de pays, et 370 000 employés rien qu'aux États-Unis, elle faisait partie de ces firmes caractérisées comme *too big to fall* : trop importantes pour que le gouvernement américain les abandonne à leur sort en cas de problèmes majeurs. Comme le cas de Lehman Brothers l'a cependant révélé à la mi-septembre 2008, même le gouvernement américain pouvait se retrouver à court d'options.

Au soir du 15 septembre 2008, les pertes des banques commerciales américaines au cours des douze derniers mois se traduisaient par les dépréciations suivantes :

* Bank of America, n° 1 des banques commerciales : – 31,9 %

* JP Morgan Chase, n° 2 : – 18,3 %

* Wells Fargo, n° 3 : – 13,1 %

* Citigroup, n° 4 : – 66,9 %

* Wachovia, n° 5 : – 78,5 %

* Washington Mutual, n° 1 des caisses d'épargne : – 94,4 %

* Zions Bancorp, banque régionale appartenant à l'Église mormone : – 47,4 %

* First Horizon National, banque régionale, principale banque du Tennessee : – 61,2 %

* National City, banque régionale, principale banque de l'Ohio : – 83,5 %.

Washington Mutual serait victime d'une saisie conservatoire le 26 septembre, soit onze jours à peine après ce sombre instantané, les dépôts de ses clients étant rachetés par JP Morgan Chase. Trois jours plus tard, le 29 septembre, c'était au tour de Wachovia de disparaître, rachetée par Citigroup. Ici aussi, le gouvernement américain intervenait d'une manière inédite pour soutenir l'opération : la FDIC, qui garantit les dépôts des clients des banques commerciales américaines, jouerait un rôle d'assureur en garantissant – en échange d'une prime constituée d'actions privilégiées de Citigroup et de *warrants* s'élevant à 12 milliards de dollars – la plus grande part des avoirs de Wachovia, estimés à 312 milliards de dollars ; la responsabilité financière de Citigroup ne porterait que sur les 42 premiers milliards de pertes essuyés sur ce portefeuille. On apprenait cependant quatre jours plus tard, le 3 octobre, que cette opération compliquée était annulée et que Wells Fargo rachetait Wachovia.

La dépréciation de son titre de 47 % pour une banque régionale telle que Zions Bancorp pouvait sembler relativement bénigne si on la comparait avec la baisse de près de 67 % subie par l'action de Citigroup ; mais ç'au-

rait été ignorer la pression qu'une telle déperdition exerçait sur son *cost of funds* (le taux dont elle doit s'acquitter quand elle emprunte et qui reflète le risque de crédit qu'elle présente, tel que perçu par ses contreparties). Dans le contexte de l'automne 2008, ce taux avait atteint pour elle le niveau de 12 à 15 %, taux qu'elle ne pourrait en aucun cas répercuter sur celui qu'elle exigerait de ses propres clients. Le même raisonnement s'appliquait a fortiori à First Horizon National et à National City, figurant sur notre liste, tout comme à une multitude d'autres banques régionales qui se trouvaient encore moins bien loties.

Au cours du second semestre 2008 et de l'année 2009, les banques américaines allaient devoir renouveler leur dette à moyen terme à hauteur de 800 milliards de dollars. Dans le contexte du tarissement du crédit qui s'était instauré depuis l'été 2007, elles ne pourraient le faire qu'à des taux prohibitifs : de 7 à 9 % plus élevés que le London Interbank Offered Rate (LIBOR) à deux ans. Il n'existait pour elles qu'une alternative : soit tenter une recapitalisation qui, dans les conditions qui étaient les leurs, avec une action au cours sérieusement déprécié, signifierait une dilution considérable des actions déjà émises, les amateurs risquant alors d'être extrêmement rares ; soit vendre des actifs. Leur sort paraissait donc malheureusement scellé.

6. Les *government-sponsored entities*

Ce qu'on ne sait peut-être pas assez à propos des Countrywide et des IndyMac, ces géants du *mortgage* – du crédit immobilier américain – dont les noms se conjuguent aujourd'hui au passé, c'est que la crise des *subprimes* fut initialement accueillie par leurs dirigeants comme une bénédiction.

Le propos était confiant dans les conversations improvisées d'Angelo Mozilo avec les employés de Countrywide, à Calabasas ou Thousand Oaks, ou dans l'adresse mensuelle prononcée par Mike Perry dans la grande cour du siège de la firme, à Pasadena, autre banlieue de Los Angeles. Une crise comme celle-ci, disaient-ils, permettra de se débarrasser des dinosaures : un grand nombre de nos concurrents disparaîtront sans doute, mais notre propre compagnie se trouve dans une situation privilégiée pour tirer parti de la situation, et nous émergerons, triomphants, avec, au bout du tunnel, une part de marché renforcée. Mozilo et Perry étaient, je n'en doute pas, de bonne foi. Il est vrai qu'il existe, pour tout établissement de crédit, deux leviers d'affirmation de sa puissance : le premier et le plus évident est la marge bénéficiaire, le profit réalisé sur chaque prêt individuel, combinaison du taux d'intérêt qui sera perçu à l'avenir et de la commission (les « frais » divers) qui est, elle, perçue immédiatement ; le second est le multiplicateur que constitue le

nombre de transactions, et que la part de marché exprime dans un cadre concurrentiel.

L'espoir d'Angelo Mozilo était-il déraisonnable quand on était, comme lui, président de Countrywide, numéro un du financement de l'immobilier résidentiel aux États-Unis, c'est-à-dire automatiquement le numéro un mondial dans ce secteur ? Pas du tout : il était au contraire entièrement justifié.

Ce que personne n'imaginait, à l'époque, c'est que l'ensemble des établissements indépendants de financement de l'immobilier américain, toutes les *mortgage banks*, serait emporté par la bourrasque. Les plus faibles, ceux du secteur *subprime*, disparurent dès la fin 2006. Les prêteurs *subprime* étaient sans doute riches, mais leur richesse reposait sur la base la plus fragile qui soit : sur le fait que les pauvres – leur fonds de commerce – sont toujours très nombreux. Malheureusement, la fortune des pauvres résidait alors dans la planche à billets que constituait leur logement dans un environnement de « bulle » de l'immobilier, et la stagnation du prix des maisons qui intervint lorsque les nouvelles recrues vinrent à manquer, fin 2006, suffit à les emporter comme feuilles mortes au vent d'automne. Les établissements de crédit moyennement dotés disparurent peu après, au cours des six premiers mois de 2007. Les plus riches, enfin, dans les six derniers mois de la même année.

Le 11 janvier 2008 marqua la fin de Countrywide,

racheté dans la précipitation par Bank of America, une grande banque commerciale. IndyMac n'eut pas le temps d'être racheté par qui que ce soit : victime d'une panique bancaire, il fut saisi six mois plus tard, le 11 juillet, à la veille d'un week-end, et quand la banque rouvrit, le lundi suivant, une épithète avait été ajoutée à sa raison sociale : IndyMac « Federal » Bank, propriété désormais du gouvernement américain.

Daniel H. Mudd, PDG de Fannie Mae, et Richard F. Syron, PDG de Freddie Mac jusqu'au 7 septembre 2008, ont dû penser comme Mozilo et Perry alors que le secteur privé du crédit immobilier partait en fumée : « S'il n'en reste qu'un, je serai celui-là ! », et « Quelle aubaine pour ma part de marché ! »

Historique

Fannie Mae (jeu de mots sur FNMA, initiales de Federal National Mortgage Association) et Freddie Mac (jeu de mots plus laborieux encore sur FHLMC, initiales de Federal Home Loan Mortgage Corporation) constituent ce qu'on appelle aux États-Unis les *government-sponsored entities* (GSE), les organismes officiels de promotion du prêt au logement. Fannie Mae fut créée en 1938 par l'État fédéral et partiellement privatisée trente ans plus tard. Freddie Mac fut créé en 1970 sur le même modèle, essentiellement pour donner à Fannie Mae un

concurrent dans un environnement où son monopole commençait à faire problème.

Les GSE émettent des *residential mortgage-backed securities* (RMBS), des titres constitués en reconditionnant sous forme d'une obligation unique quelques milliers de prêts au logement individuel, selon un processus appelé « titrisation ». Les GSE se voient également appeler *agencies*, les « agences ». J'ai eu l'occasion d'examiner longuement leur cas dans des ouvrages précédents[1].

Les établissements de financement privés, banques commerciales et caisses d'épargne – tous, comme nous l'avons vu, récemment décédés –, étaient appelés par contraste : *non-agencies*.

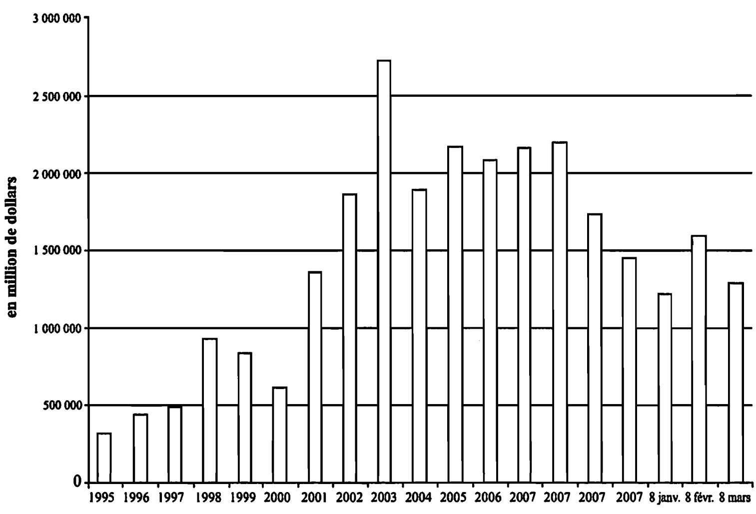
GSE et titrisation

L'évolution récente semblait donner raison à messieurs Mudd et Syron dans leurs rêves de parts de marché. Durant les premières années du troisième millénaire, années de la « bulle » immobilière, les *non-agencies* avaient envahi le domaine de la titrisation des prêts hypothécaires de l'immobilier résidentiel américain. Lorsque la « bulle » éclata, à la fin de 2006, les *agencies* prirent le relais du secteur *non-agencies* en pleine déconfiture. Les années 2000 à 2006 avaient signifié pour Fannie et

1. Paul Jorion, *Vers la crise du capitalisme américain ?*, La Découverte, 2007, p. 102-108 et *L'Implosion*, *op. cit.*, p. 203-212.

Freddie une longue érosion de leur position dominante : une chute les faisant passer des 78 % qu'ils représentaient à eux deux dans la titrisation du crédit immobilier en 2003 à 45 % en 2006. La crise aidant, leur part avait amorcé une remontée fulgurante, passant de 72 % en 2007 à 97,6 % au mois de mars 2008, les *non-agencies* étant désormais sur la touche.

Titrisation de residential mortgage-backed securities (RMBS)



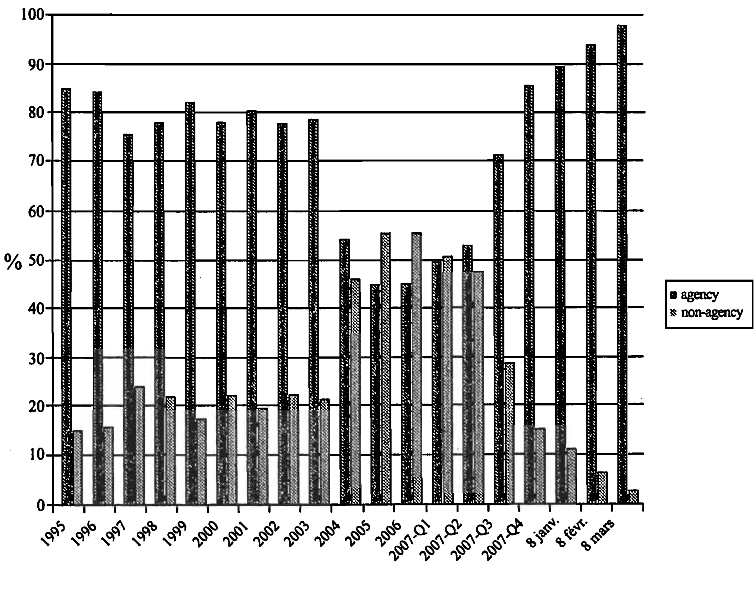
Je représente cette évolution sous la forme de deux graphiques[1]. L'échelle de temps connaît un ralenti au fur et à

1. Données empruntées à *Mortgage Strategist*, Union de banques suisses, 29 avril 2008, page 19.

mesure que l'on se déplace vers la droite : les données sont en effet annuelles jusqu'en 2006, pour devenir trimestrielles en 2007, enfin mensuelles en 2008.

Le premier graphique représente le volume global (en millions de dollars) du secteur de la titrisation des prêts hypothécaires résidentiels aux États-Unis.

RMBS « agency » et « non-agency »



Le second graphique représente, en pourcentage, la part respective qui revient aux *agencies*, Fannie Mae et Freddie Mac, et aux banques commerciales et caisses d'épargne regroupées sous l'étiquette *non-agencies*.

On observe que les banques commerciales et caisses

d'épargne, qui faisaient jeu égal avec Fannie Mae et Freddie Mac de 2004 jusqu'à la fin du premier trimestre 2007, ont ensuite été pratiquement éliminées du secteur de la titrisation des prêts hypothécaires aux États-Unis.

Sur les 12 000 milliards de dollars que représente le marché du crédit immobilier résidentiel américain, la titrisation se monte à 5 000 milliards, soit 42 % du total. Bien qu'elle n'en constitue donc que moins de la moitié, la titrisation en est en réalité la partie vive : la part « liquide », celle qui peut aisément s'échanger sur un marché secondaire organisé où le prix des titres – les RMBS – est coté en continu. Le reste est parqué sous la forme de prêts individuels, pratiquement inéchangeables, dans le portefeuille de banques régionales de faible taille.

Les deux GSE se partageaient désormais la partie à proprement parler négociable du crédit immobilier américain dans sa quasi-totalité. Mais là où le marché les poussait dans leurs retranchements, comme il l'avait fait avant elles avec Countrywide et IndyMac, c'était dans la deuxième composante de l'équation : dans la marge bénéficiaire. Car l'immobilier américain était désormais emporté par un maelstrom, une spirale descendante qui n'épargnerait pas davantage les *agencies* qu'elle n'avait épargné les *non-agencies*.

La raison en était simple : les actifs de Fannie Mae et Freddie Mac étaient des prêts que leurs emprunteurs ne pouvaient plus honorer parce qu'ils avaient acheté leur

logement dans une perspective spéculative, et que, pour rester à flot dans leurs mensualités, il aurait fallu que l'immobilier résidentiel s'apprécie de manière constante [1]. Les maisons que les banques saisissaient venaient grossir l'inventaire déjà existant et contribuaient à déprécier encore davantage le parc immobilier. Le logement constituait la garantie du prêt pour l'organisme prêteur, et les GSE se retrouvèrent bientôt à la tête d'une combinaison cauchemardesque de crédits au recouvrement de plus en plus problématique et d'habitations saisies en nombre sans cesse croissant alors même que leur valeur plongeait.

S'il est concevable qu'Angelo Mozilo ou Mike Perry aient nourri des doutes sur la manière dont la crise traiterait leur firme, ce n'aurait pas dû être le cas de Daniel H. Mudd et de Richard F. Syron : *« too big to fall »*, disait-on en effet de Fannie Mae et de Freddie Mac. Trop grosses pour tomber, trop grosses et surtout trop proches du pouvoir – du cœur de l'État américain lui-même, malgré la semi-privatisation de 1968 improvisée par le président Lyndon Johnson pour éliminer un poste budgétaire encombrant à une époque où le coût de la guerre du Vietnam commençait à grever lourdement les finances de la nation.

1. J'ai expliqué ce mécanisme de manière détaillée dans *L'Implosion*, *op. cit.*, p. 28-40.

Les GSE et la garantie du gouvernement américain

Les GSE ont été entraînées en 2008 dans un processus que l'on pourrait qualifier de « Bear Stearnisation » pour souligner le parallèle entre leur sort et la période de dégradation de sa condition que connut la banque d'affaires Bear Stearns avant que sa chute brutale, en l'espace de quelques jours, ne débouchât sur son sauvetage in extremis en mars de la même année.

La seule différence serait celle-ci : il n'était pas couru d'avance que les autorités américaines viendraient au secours d'une banque d'investissement, alors qu'on répétait depuis des dizaines d'années que, étant donné les 5 000 milliards de dollars de crédits immobiliers que garantissent ou possèdent aujourd'hui les GSE, l'Oncle Sam ne les laisserait jamais – au grand jamais – tomber. On répète en effet depuis leur création que les *government-sponsored entities* seraient traitées, le cas échéant, comme des entreprises publiques, et, à ce titre, sauvées par l'administration si elles venaient à se révéler insolvables : elles bénéficieraient autrement dit de la « garantie implicite » du gouvernement américain. Mais il s'agissait là de rien de plus que du résultat d'un raisonnement ou bien d'une rumeur, rumeur qu'Alan Greenspan, à l'époque où il était président du conseil des gouverneurs de la Federal Reserve Bank, tenta à de nombreuses reprises de dissiper, en vain.

Les événements

Une « drôle de crise » vous fait entrer dans l'ère du mensonge : les comptes des établissements financiers sont désormais truqués avec la bénédiction tacite des régulateurs ; les « bonnes nouvelles » sont distillées à intervalles réguliers par des vedettes ou des anonymes. Le 10 juillet 2008, Henry Paulson, le secrétaire au Trésor américain, déclarait encore que tout allait bien pour Fannie et Freddie. Il emboîtait le pas à M. James Lockhardt, patron de l'Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO), l'organisme de tutelle des GSE, qui affirmait que leur solvabilité était à l'abri de tout reproche.

Ce qui n'empêcha pas les autorités financières américaines de se précipiter au secours de Fannie Mae et de Freddie Mac, trois jours plus tard, le 13 juillet donc. Elles le firent avec un bel ensemble : la Federal Reserve, le Trésor, la Fed de New York, et déclarèrent – comme dans le cas du sauvetage de Bear Stearns, avant l'ouverture de la Bourse de Tokyo – que d'importantes mesures allaient être prises, tout en laissant dans le flou en quoi exactement ces mesures consisteraient.

L'optimisme était aussitôt revenu : la Bourse de New York affichait à l'ouverture un bond à la hausse, les actions de Fannie Mae et de Freddie Mac grimpaient de plus de 30 %. Puis l'on se mit à réfléchir, et, à la clôture, les

cours étaient repartis à la baisse, celui de Fannie Mac ayant perdu 5,07 % de sa valeur par rapport au vendredi 11, et celui de Freddie Mac, 8,26 %. On a réfléchi et on a dû penser que tous ces beaux discours revenaient à dire aux GSE : « Non, Jeff, t'es pas tout seul ! », mais qu'à part ça, de leur point de vue, pas grand-chose n'avait changé.

Le 13 juillet 2008, les Américains renationalisèrent donc officiellement les *government-sponsored entities*, Fannie Mae et Freddie Mac, même si l'on préfère éviter ici ce vocable en raison de ses relents supposés de « socialisme ». Que ses dirigeants en soient ou non conscients, le fait est que le système économique américain a basculé dans la social-démocratie. En quittant en masse le navire, les actionnaires des GSE devaient montrer, eux, au cours des semaines suivantes, que leur opinion était faite.

Le 16 juillet 2008, les actions des *government-sponsored entities* reprenaient leur plongée : Fannie Mae et Freddie Mac perdirent à la Bourse de New York plus du quart de leur valeur en une seule séance : – 27,34 % pour l'une, – 26,02 % pour l'autre. Le message était clair : le secrétaire au Trésor américain, Henry Paulson, et le patron de la Fed, Ben Bernanke, avaient beau répéter que tout serait fait pour épauler les GSE, les investisseurs étaient convaincus que la nationalisation larvée intervenue trois jours auparavant se concrétiserait rapidement par une nationalisation pure et simple – dont ils feraient les frais.

Le « bazooka » de M. Paulson

Le 30 juillet, les choses prirent un tour plus dramatique : une loi fut votée à une forte majorité (272 voix contre 152 à la Chambre des représentants, 72 contre 13 au Sénat), transformant la garantie « implicite » des GSE en garantie « explicite » – du moins pour une durée de dix-huit mois. Si Fannie Mae et Freddie Mac devaient désormais tomber, ce serait le bon renom de l'État américain lui-même qui s'en trouverait entaché – ce qu'on désigne en finance par les vilains mots de « risque réputationnel », dont les conséquences sont sévères en termes de coût de futurs financements. La nouvelle législation, promulguée par le président Bush le 30 juillet, donnait autorité au secrétaire au Trésor, pour une période de dix-huit mois, d'accorder à Fannie Mae et Freddie Mac tous prêts d'urgence qui pourraient se révéler nécessaires à leur bon fonctionnement, et de prendre, au nom du gouvernement fédéral, des participations dans le capital des GSE pour soutenir leur activité. La loi leur créait également une nouvelle autorité de tutelle en remplacement de l'OFHEO : la Federal Housing Finance Agency.

Paulson qualifia la loi promulguée – à son corps défendant – par le président Bush de « bazooka ». Il entendait suggérer par ce terme qu'il s'agissait d'une arme de dissuasion : si puissante que son seul nom ferait trembler et qu'il ne serait jamais nécessaire d'y recourir.

L'opinion d'Alan Greenspan

Alan Greenspan déclara dans une interview qui parut un mois plus tard, dans le *Wall Street Journal* daté du 14 août : « Nous avions là une occasion rêvée de traiter comme il convenait un modèle fondamentalement vicié, qui privatise les profits et socialise les pertes, ce qui peut se tolérer d'un point de vue fiscal quand il est question de petites sommes, mais qui est intolérable quand on parle de milliers de milliards de dollars. »

L'ancien patron de la Fed considérait que la solution qu'il aurait fallu adopter pour résoudre la crise aurait dû être la nationalisation... du moins dans une première phase : « [L'administration] aurait dû se débarrasser des actionnaires, nationaliser les GSE grâce à une législation stipulant qu'elles seraient reconstituées avec le soutien indispensable du contribuable pour en faire cinq à dix unités détenues à titre privé [donc non cotées en Bourse] et vendues aux enchères. Les programmes sociaux d'habitations à prix modéré devraient être transférées à Ginnie Mae (GNMA)[1] ou à toute autre agence gouvernementale. Quand viendrait la prochaine crise de l'im-

1. La Federal National Mortgage Association (FNMA), créée en 1938, aura été dédoublée en 1968 : Fannie Mae est partiellement privatisée tandis que son activité consacrée aux programmes spéciaux d'assistance revient à la Government National Mortgage Association (GNMA, ou « Ginnie Mae »), qui demeure une agence d'État au sein du secrétariat américain au Logement, le US

mobilier résidentiel, ces cinq à dix compagnies auraient diversifié leurs activités dans d'autres secteurs de la finance. Il est bien possible que l'une ou l'autre échoue alors, mais, du fait qu'elles seraient chacune d'une taille significativement inférieure à celle des agences telles qu'elles existent sous leur forme actuelle, tout risque systémique serait éliminé. »

Bien entendu, bon sang ne saurait mentir, et il est clair que, pour Alan Greenspan, une nationalisation ne peut constituer qu'une solution tout à fait transitoire, prélude à une reprivatisation aussi rapide que possible. La critique de cette démarche fut énoncée par un internaute dans les minutes qui suivirent la publication de l'entretien : qu'est-ce qui empêchera alors cette dizaine de petites firmes de se phagocyter mutuellement par fusions-acquisitions et de reconstituer en un tournemain les géants qui représentent aujourd'hui un risque systémique ? Il y avait là une allusion au destin des « Baby Bells » : les petites compagnies téléphoniques américaines qui résultèrent du démantèlement d'AT&T [1] en

---

Department of Housing and Urban Development (HUD). Ginnie Mae s'occupe spécifiquement des prêts bénéficiant de l'assurance procurée par la Federal Housing Administration (FHA) et de ceux consentis par l'intermédiaire du Department of Veterans Affairs (VA) et de la Farmer's Home Administration (FmHA), l'Administration pour le logement des agriculteurs.

1. AT&T est surnommée « Ma Bell », évocation de la cloche (en anglais *bell*), insigne de la compagnie, et elle-même évocation du nom de Graham Bell, l'un des inventeurs du téléphone.

1984, à la suite d'une action antitrust, et qui se reconstituèrent petit à petit en nouveaux géants des télécommunications...

La remarque de l'internaute était pertinente et mettait le doigt sur l'ambiguïté fondamentale de toute approche qui confie à des intérêts privés le soin d'appliquer des programmes visant le bien général : la logique du bien particulier et celle du bien collectif non seulement ne coïncident pas, mais sont – n'en déplaise à Adam Smith – irréductiblement antagonistes.

L'agonie des GSE

Un mois plus tard, le 18 août 2008, les titres des *government-sponsored entities* baissèrent à nouveau considérablement : l'action de Fannie Mae perdit 22,25 % de sa valeur, et celle de Freddie Mac, 24,96 %. Ce qui équivalait alors, en cumul depuis le début de l'année, à une dépréciation de 85 % pour Fannie Mae et de 87 % pour Freddie Mac.

La raison de cette rechute résidait dans un article paru dans le magazine *Barron's*, le 15 août, décrivant le mécanisme qui permettrait au gouvernement américain de nationaliser de fait les deux géants de l'immobilier américain : une renationalisation par le biais de *preferred shares* (actions privilégiées), avec séniorité par rapport aux autres, dividendes privilégiés et convertibilité

en actions, dont l'État serait l'acheteur, ce qui assurerait sa prise de participation « en sandwich » entre les obligations émises par les GSE et leurs actions ordinaires offertes au public ; ces actions privilégiées mettraient les actionnaires actuels des GSE sur la touche, et seule subsisterait dès lors l'illusion de l'appartenance de Fannie Mae et de Freddie Mac au secteur privé.

En fait, la formule n'était pas neuve : il s'agissait très exactement de celle qui avait été adoptée par la Reconstruction Finance Corporation, une institution créée un an avant le New Deal, mais qui ne découvrit sa véritable fonction que quand elle fut réformée, un an après sa création, par le président Hoover en 1932. L'idée que cette institution clé du New Deal serait bientôt recréée faisait son chemin, tant le parallèle entre la Grande Crise des années 30 et la « drôle de crise » de 2007-2008 était devenu criant.

La dépréciation des titres des GSE, le 18 août, ne pouvait que précipiter davantage encore les événements et avancer le moment où cette nationalisation implicite deviendrait effective. En capitalisation, Freddie Mac valait encore, un an auparavant, 42 milliards de dollars ; le 18 août, la somme s'était réduite à 3 milliards, ce chiffre étant à rapporter – pour mesurer la dilution du titre que cela représenterait – aux 5,5 milliards qui lui seraient nécessaires pour reconstituer alors un coussin suffisant de réserves obligatoires.

Quand, en mai 2008, Fannie s'était recapitalisée à hauteur de 14,4 milliards de dollars pour faire face à une perte de 2,5 milliards de dollars au premier trimestre, elle avait dû consentir un taux de 8,75 % aux acquéreurs des actions privilégiées qu'elle émettait alors. Cela ne pouvait vouloir dire qu'une chose : le taux dont Freddie devrait s'acquitter dans son émission d'actions privilégiées dépasserait, lui, les 10 %.

Deux jours plus tard, le 20 août, le *Wall Street Journal* indiquait qu'une réunion au sommet avait lieu pour déterminer ce qui se passerait quand, le 30 septembre, Fannie Mae devrait rembourser à ses investisseurs 120 milliards de dollars, et Freddie Mac, 103 milliards. L'action de Fannie Mae perdit 26,79 % de sa valeur dans la journée, pour se retrouver à 4,40 dollars ; celle de Freddie Mac, quant à elle, se déprécia de 22,6 %, pour se retrouver à 3,25 dollars. Les actions privilégiées perpétuelles de Fannie Mae avaient ce jour-là un rendement effectif de 16,4 %, contre 7,83 % le 30 juin ; celles de Freddie Mac, un rendement de 15,3 %, contre 7,77 % au 30 juin.

Témoignaient de ce dégagement progressif le cours des actions des GSE qui avaient alors subi une déperdition de plus de 90 % en un an, ou encore le taux défavorable dont s'étaient vues handicapées les obligations à deux ans émises par Fannie Mae le 10 juillet 2008 (de 74 points de base [0,74 %] supérieur à celui des notes du Trésor de même maturité, soit un doublement de leur

handicap en un an) et le prix grimpant en flèche des *credit default swaps* (CDS), ces assurances privées sous forme de paris que les entreprises prennent sur leur bonne santé mutuelle, et dont le montant de la prime doubla de mai à juillet 2008. Ce *spread* de 74 points de base signifiait que le marché attribuait – de fait – à Fannie Mae une notation de cinq crans inférieure au AAA dont elle bénéficiait auprès des notateurs.

À mesure que le prix des actions des GSE baissait et que le rendement de leurs actions privilégiées devenait prohibitif (dépassant désormais 19,5 %), une majorité des commentateurs (59 % des économistes consultés par le *Wall Street Journal*) se demandaient ce que M. Paulson attendait pour agir alors que leur situation s'aggravait inexorablement de jour en jour.

Une rumeur commença à courir selon laquelle la Fed envisageait pour les GSE des scénarios dits de « bris de vitre » (une référence à l'action qui doit être entreprise pour empoigner la hache enfermée dans une vitrine en cas d'incendie). M. William Poole, ex-gouverneur de la Fed, déclara le 11 juillet que les GSE étaient d'ores et déjà insolvables. Ses propos engendrèrent l'accablement : les deux institutions constituaient en principe la machine de guerre invincible que le gouvernement américain avait déployée pour enrayer la chute qui allait en s'accélérant du marché immobilier résidentiel.

Une commission du Congrès, présidée par le repré-

sentant Henry Waxman, fut créée pour déterminer si les rumeurs négatives qui minaient la confiance accordée à Fannie Mae et Freddie Mac n'émanaient pas de l'administration Bush elle-même. La chose n'était pas à exclure, puisque le parti républicain s'était toujours exprimé en faveur d'une privatisation complète des GSE et considérait que leur statut semi-public continuait à faire d'elles une arme de guerre du parti démocrate.

L'attitude de M. Paulson

La stratégie de Henry Paulson, le Secrétaire au Trésor, consistait à réaffirmer avec constance « Pas d'affolement dans l'entre-pont ! », ou pour reprendre une expression chère au président Bush : « Nous maintenons le cap ! » Son but était de maintenir la confiance et il utilisait pour cela la méthode Coué. Une telle stratégie présuppose bien entendu que la bonne santé des marchés n'est pas une question essentiellement économique, mais relève avant tout de la « psychologie », autrement dit du moral. Ce qui l'encourageait à recourir à la propagande, convaincu qu'il était que, si « les marchés étaient confiants », le 30 septembre, un nombre suffisant d'acheteurs répondrait à l'appel et renouvellerait la dette des GSE.

Ce qui était cependant clair depuis le début de la crise, c'était que ce type de stratégie était voué à l'échec. La

raison en était simple : à l'été 2007, la finance s'était brutalement réveillée sous la barre de la rentabilité et, depuis, les pertes n'avaient fait que s'alourdir.

M. Paulson fut autrefois président de Goldman Sachs, et comme on peut s'y attendre, sa foi dans l'initiative privée est inébranlable. Il est également pragmatique et croit par ailleurs à l'avenir de la Chine : lorsqu'il accepta le poste de Secrétaire au Trésor, il dut se débarrasser de sa participation à hauteur de 25 millions de dollars dans la Banque industrielle et commerciale de Chine. Il ne fut heureusement aucunement pénalisé pour avoir eu à le faire : un règlement permet en effet aux personnes fortunées qui deviennent fonctionnaires de n'acquitter aucune taxe sur les gains de leurs titres, et ceci pour ne pas dissuader les hommes d'affaires américains de s'intéresser à la chose publique. Il affirma aussi n'avoir fait adopter la nouvelle législation qu'après avoir dûment informé ses interlocuteurs chinois de sa teneur : « Nous avons exploré ces questions de fond en comble », déclara-t-il. Et il ajouta : « Nous avons suffisamment travaillé ensemble pour qu'ils sachent que je ne dis rien dont je ne sois convaincu personnellement ! »

M. Paulson est aussi un environnementaliste zélé, très impliqué dans une initiative de la Banque mondiale – au budget de 10 milliards de dollars – aidant les pays en voie de développement à se tourner vers les technologies

industrielles non polluantes. Il a également été l'un des directeurs du Peregrine Fund, qui s'occupe de la protection des oiseaux de proie menacés. Il a laissé entendre qu'il avait hâte de se consacrer plus assidûment à ces bonnes causes. Il en aura le loisir dès janvier 2009, aussitôt que l'administration du prochain président aura pris le relais.

On s'inquiétait : et si M. Paulson entendait simplement gagner du temps et laisser pourrir la situation en se disant « Après moi le déluge » ? Le pire qui pourrait arriver sans doute serait que Fannie Mae et Freddie Mac fassent faillite. Serait-ce en soi une si mauvaise chose ? Le système américain du crédit immobilier en mourrait certainement de sa belle mort, mais ne serait-ce pas préférable puisqu'au bout du compte il en coûterait probablement moins au contribuable qu'une série d'injections de capital ou de prises de participation de l'État américain qui finiraient, après de nombreux mois, par s'avérer insuffisantes ? Et – on est en Amérique – toute autre issue pourrait donner lieu à des actions en justice en nombre infini, dont les règlements atteindraient des sommes astronomiques. Avantage supplémentaire : Paulson n'aurait jamais à se départir de sa confiance absolue dans la capacité des marchés à s'autoréguler : brandir le bâton – ou si vous voulez, le bazooka – aurait suffi à gagner suffisamment de temps. Enfin, assez de temps en ce qui le concerne personnellement : l'adminis-

tration du nouveau président n'aurait plus qu'à se débrouiller tandis qu'il consacrerait davantage de temps à la tâche admirable (bien que d'un tout autre ordre) de la sauvegarde du condor californien.

Les choses en décidèrent cependant autrement.

Une nationalisation qui n'ose pas dire son nom

Le seul résultat concret de l'annonce solennelle qui avait été faite le 13 juillet était que les autorités financières américaines avaient transformé leur soutien *implicite* aux GSE en soutien *explicite*. Pour celles-ci, les implications étaient sans doute minimes, mais pour Oncle Sam, le tournant était en réalité radical : le soir du 13 juillet 2008, les États-Unis avaient *de facto* basculé du libéralisme dans la social-démocratie. Ce n'était cependant pas la première fois : les choses s'étaient déjà passées de cette manière en 1933, avec le New Deal rooseveltien.

Ce basculement était très important, sur un plan symbolique d'abord, ensuite quant aux modalités qu'il prendrait. Pour ce qui touche ces dernières, rien n'était véritablement connu : tout ce que l'on savait, c'était qu'il faudrait, pour que cela marche, que la formule soit vraiment neuve, parce que, même si l'on pouvait recycler un cadre juridique inventé en 1932 (celui de la Reconstruction Finance Corporation), les circonstances

s'étaient radicalement modifiées depuis. Une social-démocratie avec à sa tête Barack Obama serait une expérience intéressante. Et avec John McCain, que rien ne prédispose à une telle expérience, beaucoup plus intéressante encore !

Le plus fascinant sans doute est que c'était le petit tango que la Chine et les États-Unis dansaient ensemble depuis quelques années qui avait conduit l'Amérique là. L'évolution qui se dessinait suggérait un scénario tout à fait surprenant : une convergence du système économique et politique des deux nations comme conséquence de leur symbiose de fait. On entrevoyait qu'à brève échéance, environ cinq ans, les systèmes politique et économique de la Chine et des États-Unis seraient quasi identiques : un capitalisme d'État comprenant, comme une enclave en son sein, un capitalisme de marché sous très haute surveillance.

Dans une question qu'il posait à Henry Paulson trois jours après l'annonce solennelle du 13 juillet, lors d'une audition publique, Jim Bunning, sénateur républicain du Kentucky, déclarait : « Quand j'ai ouvert mon journal hier, j'ai cru que je m'étais réveillé en France. Mais non, il s'avère que le socialisme règne en maître en Amérique [...]. Comparé à cela, le rachat de Bear Stearns par la Fed était du socialisme d'amateur. »

L'information de Bunning en matière de politique étrangère était, comme celle de beaucoup d'Américains,

assez approximative, mais néanmoins symptomatique d'un sentiment général.

On dit à propos du New Deal rooseveltien qu'il fut largement « improvisé ». Ce ne fut pas le cas des mesures qui furent prises cette fois puisqu'il put précisément leur servir de modèle. La presse de 1933 offrait-elle au public de l'époque des explications aussi détaillées du mécanisme de la crise que celles auquel il a droit aujourd'hui ? Suggérait-elle comme maintenant – et ceci sur la plus grande partie de l'éventail politique – que les bonnes fortunes de l'ultralibéralisme sur une période de vingt ans furent peut-être simplement accidentelles ?

La chute des GSE

On apprenait le dimanche 7 septembre que Fannie Mae et Freddie Mac faisaient l'objet d'une saisie conservatoire et cela pour une durée indéterminée.

L'opération prit la forme prévue : émission de *preferred shares*, de titres privilégiés, aux droits prioritaires, dans les mains du Trésor, équivalant à une participation de 79,9 % dans les firmes. Les actionnaires se retrouvaient au dernier rang des priorités, avec élimination des dividendes, donc sur la touche. Les dettes des *government-sponsored entities* seraient, elles, toutes honorées.

Seule innovation par rapport aux bruits de couloir des

semaines précédentes : l'intention du Trésor américain d'intervenir sur les marchés pour y acheter des *mortgage-backed securities* (MBS) émises par les deux géants – ces titres constitués en reconditionnant sous forme d'une obligation unique des collections de plusieurs milliers de crédits immobiliers individuels. Cette dernière mesure permettrait de soutenir le cours des MBS sur les marchés et d'obtenir en échange le bon vouloir de ceux qui les détenaient dans leurs portefeuilles, en particulier les banques centrales étrangères qui possédaient environ 20 % des MBS émises par Fannie et Freddie, soit un montant équivalant à environ 1 000 milliards de dollars. La Chine détenait des titres émis par les GSE pour un montant de 422 milliards de dollars, soit l'équivalent de 10 % de son PIB. La Russie en détenait pour 90 milliards de dollars, à quoi s'ajoutait une participation à hauteur de 66 milliards dans des dettes à moyen terme de Fannie Mae et Freddie Mac, soit au total, ici aussi, environ 10 % du PIB de la Russie.

À la nouvelle d'une nationalisation ferme et définitive des *government-sponsored entities*, le CAC 40 bondissait de 3,42 %, le Dow Jones de 2,58 %, et le Footsie de 3,92 %. Cet engouement des milieux financiers pour une nationalisation révélait à quel point la peur suscitée par la crise avait conduit à un changement radical des mentalités. Paulson, dont la presse rapportait le matin-même que la décision avait été déterminée par la découverte

que la comptabilité récente des deux GSE était encore exagérément optimiste, dut s'en sentir conforté.

Le 27 août, le président russe Dmitri Medvedev avait déclaré dans une interview accordée à la chaîne de télévision Al-Jazeera : « Nous sommes interdépendants, et c'est pourquoi nous souhaitons que nos partenaires américains s'occupent moins d'affaires internationales et davantage du renforcement de leur économie, parce que l'économie américaine est au cœur de très nombreux problèmes économiques [...]. L'économie est mondiale : ce qui se passe à la Bourse de New York a des répercussions le lendemain à Tokyo, puis à Moscou. » À propos d'une faillite éventuelle des GSE, il avait ajouté : « Ce serait une situation fort désagréable pour les États-Unis et pour d'autres marchés. Ces choses-là, il faut s'en occuper, y compris par des efforts conjoints. »

Le message de M. Medvedev avait donc été parfaitement entendu à Washington – indépendamment de la manière musclée dont la Russie avait alors récemment riposté à un incident en Ossétie du Sud.

7. Les constructeurs automobiles américains

Symptomatique de la fragilité du système financier liée à sa complexité et aux ravages que peuvent causer des facteurs dont on vante l'apport bénéfique quand tout

va bien, le fait paradoxal que ç'aura été l'activité spéculative des fonds de pension, des fondations et des universités américaines [1] qui aura précipité la chute d'un secteur industriel qui fut, à une époque, le fleuron du pays : son industrie automobile.

C'est en effet la hausse du prix du pétrole qui aura achevé Detroit, la ville du Michigan où cette industrie vit le jour dans les premières années du XXe siècle, avec Ford et General Motors.

Deux cent cinquante mille Américains sont employés par les constructeurs. L'industrie tout entière – concessionnaires, mécaniciens, pompistes, etc. – fait travailler aux États-Unis 5 millions de personnes. Dans ce pays à l'habitat dispersé, les « navetteurs » parcouraient sans sourciller 100 kilomètres par jour jusqu'à leur lieu de travail en raison du faible prix d'un carburant à peine taxé. L'automobile représentait donc un poste budgétaire que les ménages pouvaient aisément ignorer. L'augmentation du prix du carburant fit l'effet d'une bombe, et les consommateurs se détournèrent rapidement des modèles jusque-là vedettes : les *gas guzzlers*, les véhicules « bâfreurs » comme les 4 x 4 ou les *pick-up trucks*, les fourgonnettes débâchées au moteur très puissant.

Les consommateurs se précipitèrent en masse vers les véhicules hybrides et vers les voitures de petite taille, absents de la gamme de General Motors, de Ford et de

1. Le sujet sera développé au chapitre VIII, « La spéculation ».

Chrysler. Les ventes de ces derniers chutèrent de plus de 20 % en un an. Le prix de revente des véhicules délaissés plongea lui aussi, faisant du jour au lendemain de la formule de leasing, qui représentait jusque-là 20 % des transactions et constituait pour les constructeurs une activité hautement lucrative, une formule désormais sans avenir qu'ils délaissèrent rapidement.

En 2007, les constructeurs obtinrent du Congrès américain, dans le cadre d'un programme consacré à l'énergie, un accord de principe portant sur des prêts d'un montant total de 25 milliards de dollars pour leur permettre de mettre au point – sur un certain nombre d'années – l'automobile « verte » de demain. La crise de 2008 les encouragea à exiger du Congrès un doublement de cette somme – prêt dont le coût immédiat pour le contribuable américain serait de 3,75 milliards de dollars. Ils assortissaient cette demande d'augmentation d'une requête : que la définition des postes auxquels les sommes empruntées seraient affectées soit rendue plus floue. Cette dernière exigence attirait bien entendu l'attention sur le fait que cette demande de fonds ne concernait plus seulement l'« automobile verte », mais visait plutôt à assurer la survie même de l'industrie dans son ensemble. Certains congressistes ne s'y trompèrent pas, qui posèrent la question : « S'il s'agit, comme l'affirment les constructeurs, d'une bonne opération commerciale, pourquoi les banques hésitent-elles à leur prêter

ces sommes ? Et s'il s'agit au contraire d'une pilule amère pour le contribuable américain, pourquoi refuserait-il de se porter au secours des banques en perdition pour aller soutenir Detroit ? »

Chrysler est au bord de la faillite (36 % de ventes en moins sur l'année écoulée). Ford et General Motors ne sont pas en meilleure posture : l'action de cette dernière a perdu plus de 15 % de sa valeur au cours de la seule séance du 3 juillet 2008 pour retomber à son niveau de... septembre 1954. Les analystes voient mal comment elle pourrait sortir indemne de l'année 2009 : ses lignes de production continuent de cracher des « bâfreuses » victimes aujourd'hui d'un rejet généralisé.

General Motors a déclaré dans un communiqué de presse que ses réserves et ses actifs étaient suffisants pour lui permettre d'atteindre sans encombres la fin de l'année 2009. Ford, qui a mis en gage la plupart de ses avoirs en 2006 pour se refinancer, a préféré rester muet.

Bien davantage que d'autres désastres à la valeur affective moins marquée, la fin indigne de leur industrie automobile constituerait, pour les Américains, un choc psychologique tout à fait déterminant : le symbole le plus éloquent, sans doute, de la fin de leur empire.

IV

La France et la crise

Au-delà des nouvelles qui tombent ici ou là, chiffrant les pertes subies par la Société générale, le Crédit agricole – essentiellement à travers Calyon – ou Natixis, la crise financière actuelle aura fait son chemin dans l'esprit des Français à l'occasion de deux événements principaux.

Le premier fut, le 10 août 2007, le cri d'alarme poussé par BNP Paribas, pointant l'impossibilité de valoriser désormais les *residential mortgage-backed securities* de son portefeuille, cri d'alarme qui conduisit aussitôt la Banque centrale européenne à consentir aux organismes financiers européens des prêts pour un montant de 100 milliards d'euros afin de « maintenir de la liquidité sur les marchés » – ce qui signifiait en l'occurrence :

garantir leur accès aux fonds qui leur permettraient de continuer à accorder des prêts.

Le deuxième fut l'« affaire Kerviel », lorsque la Société générale, faisant part de recettes considérablement inférieures à celles annoncées, en imputa la responsabilité aux opérations non autorisées d'un courtier qui venait d'être licencié.

La France ne se trouve pas au cœur de la tourmente, mais à sa périphérie, et ce pour deux raisons. La première est que les ménages français sont notablement moins endettés que les ménages américains et que ceux de nombreux autres pays européens, avec un taux d'endettement de 70 % de leurs revenus bruts (néanmoins en progression par rapport aux 56,6 % de 2003), contre 115 % en Espagne et 145 % au Royaume-Uni. La seconde raison est que la France est venue tard dans la vague de dérégulation prônée par l'ultralibéralisme qui déferla sur le monde tout d'abord sous la forme du thatchérisme, qui en fut la manifestation initiale dans les années 70, ensuite des *Reagonomics*, qui en furent la seconde illustration dans les années 80. Il aura donc fallu attendre vingt-cinq ans pour que cette vague atteigne de plein fouet la France. C'est parce qu'elle aura pris tout son temps pour monter dans ce train-là qu'elle aura sans doute la chance de ne souffrir au bout du compte que d'une forme atténuée du virus.

C'est par l'intermédiaire de son secteur bancaire que la France est atteinte, du fait que celui-ci communique

avec le secteur financier international dont les deux principaux centres sont situés à Londres et à New York. En fait, la France ne sera venue à l'ultralibéralisme que par le biais de l'Europe, et plus précisément de l'Europe telle que la conçoit la Banque centrale européenne, c'est-à-dire une Europe dont les préoccupations sont celles du milieu des affaires et dont toutes les orientations sont déterminées par celui-ci.

La chance de la France aura donc été sa nonchalance à se ranger sous la bannière de l'ultralibéralisme. Sa malchance aura en revanche été de s'engager dans cette voie au moment même où le reste du monde s'en détournait, freinant d'abord des quatre fers en 2007 avant de faire machine arrière en 2008, comme l'ont fait les États-Unis d'une manière tout à fait spectaculaire.

À l'arrivée, le mal ne sera sans doute pas trop grand, précisément pour cette raison : parce que, quand la France jette un regard autour d'elle en quête du modèle qui permettra sa conversion totale à la logique du marché, l'élément qui domine le paysage n'est autre qu'une Amérique réinventant dans la précipitation la social-démocratie. Quelle ne sera pas la surprise de certains quand la France se tournera vers les États-Unis pour demander au grand chef d'orchestre de l'ultralibéralisme quelle est la prochaine étape menant au salut, et que l'Oncle Sam répondra : « Voyez comme la France avait fait avec la SNCF en 1937, avec les banques en

1945, avec le gaz et l'électricité en 1946 ! Allons, vous devez bien vous rappeler : Renault... »

L'affaire Kerviel

L'affaire Kerviel est intéressante en ce qu'elle révèle comment une importante banque française choisit de traiter, du moins dans la phase initiale de la crise, la façon dont le tarissement du crédit consécutif à la crise des *subprimes* a affecté ses recettes : en mettant en avant les pertes subies à l'occasion d'opérations spéculatives d'un trader isolé, opérations qualifiées de « fraude ». Une telle présentation, centrée sur un employé « fou » plutôt que sur la crise profonde de la finance que constituait le naufrage de la titrisation des crédits de l'immobilier résidentiel américain – dont l'imminence aurait dû être décelée, analysée et comprise par la direction d'une grande banque –, exonérait celle-ci de toute responsabilité.

Tous les commentateurs ne lurent pas pour autant l'« incident » sous l'éclairage souhaité par la direction de la Société générale. Ainsi, le 29 janvier 2008, soit cinq jours seulement après que la « fraude » eut été révélée, l'*International Herald Tribune* titrait : « Trading Scandal Diverts Attention from Société générale's Subprime Losses » (« Le scandale du *trading* détourne l'attention des pertes de la Société générale liées aux

subprimes »). L'article, signé par Julia Werdigier, commençait par ces mots : « Les opérations non autorisées de Jérôme Kerviel coûtent 4,9 milliards à la Société générale, mais elles constituent également une diversion qui permet d'éloigner à point nommé les projecteurs des 3 milliards de dollars de pertes de la banque liées à la crise des *subprimes.* »

Ce que la direction de la Société générale n'avait certainement pas prévu, c'est que les réserves exprimées par la presse vis-à-vis de la version des faits officielle contribueraient à braquer le phare de l'actualité sur deux traits de la finance internationale dans sa forme contemporaine : d'une part, sur la proportion importante des revenus des grands établissements financiers reposant sur des paris spéculatifs aux montants astronomiques et dont le théâtre est leurs salles de marché – question centrale dans les remous qui agitèrent le Crédit agricole durant l'été 2008 ; d'autre part, sur les rémunérations extravagantes qui caractérisent le secteur de la finance et dont bénéficient en particulier les dirigeants des établissements bancaires.

L'affaire Kerviel et ce qui l'a rendue possible

Le 24 janvier 2008, la Société générale diffusait un communiqué de presse expliquant que ses profits pour 2007 ne se monteraient qu'à 700 millions d'euros au

lieu des 4,9 milliards attendus par les analystes, en raison d'une « fraude exceptionnelle au sein d'une sous-division de ses activités de marché ».

La question que chacun se posa d'emblée était de savoir comment une « fraude » de plusieurs milliards d'euros avait pu passer à travers les mailles du contrôle de gestion d'une des principales banques françaises. Ayant été l'un de ces « superviseurs du risque » au sein d'un important établissement financier, je connaissais personnellement la réponse à cette question. Je savais également dans quel type de circonstances de telles « fraudes » sont invoquées.

Le nom du trader – du courtier incriminé – fut rapidement connu, et la direction de la Société générale fit savoir que Jérôme Kerviel avait pris des positions « frauduleuses » sur les produits financiers « dérivés » que sont les *futures* d'indices boursiers : des paris portant sur l'évolution de ces indices boursiers dans les jours et les semaines à venir. La fraude résidait, apprenait-on, dans le fait que, chargé de prendre des positions « de couverture », Kerviel, à l'inverse, aurait pris des positions « directionnelles ».

Une bonne compréhension des événements exige que l'on sache quelle était la nature exacte des opérations au centre de ladite « fraude », et c'est pourquoi j'en décrirai brièvement les principes, sans entrer cependant dans les détails. Prendre des « positions directionnelles » plutôt

que des positions « de couverture » signifie que Kerviel avait pour mission de prendre des positions dans le sens opposé à celui du marché, à savoir des positions qui s'apprécient quand la Bourse baisse et qui se déprécient lorsqu'elle est à la hausse ; or il fit le contraire : il prit, sur le marché à terme, des positions gagnantes quand les indices boursiers grimpaient, et perdantes lorsque la Bourse baissait.

La position « de couverture » est facile à réaliser sur un marché des *futures* : on se pose en « vendeur » de contrat *futures*, ou, comme on le dit en franglais : on « shorte le marché ». La seule difficulté – et le terme *futures* attire suffisamment l'attention sur cette particularité –, c'est qu'on ne peut bénéficier de ce type d'opération qu'avec un certain décalage : il est possible, sur un marché à terme, de parier « à contresens » sur la Bourse du lendemain, mais pas sur celle d'aujourd'hui.

Illustrons cela par un exemple, celui du 23 janvier 2008 sur le marché de New York. Avant que le marché n'ouvre, le *future* sur l'indice S&P indiquait une baisse sensible, et la Bourse ouvrait effectivement à la baisse – dans la direction que le *future* indiquait. En cours de séance, la tendance se renversa brutalement quand on apprit qu'un groupe de banques étaient réunies autour d'un plan de renflouement des rehausseurs de crédit : le marché devint euphorique et le *future* du jour précédent se révéla en

clôture avoir offert une indication erronée de ce qui serait la tendance pour la journée.

Pourquoi jouer la Bourse en « se couvrant » en même temps sur le marché à terme des indices boursiers, c'est-à-dire en jouant simultanément la Bourse dans les deux directions : « dans le bon sens » à la Bourse proprement dite (le marché *spot* – présent – des titres boursiers : les actions de sociétés), pour bénéficier de la hausse du cours des actions, et « à contresens », comme un « vendeur » de *futures* d'indices boursiers, pour bénéficier de sa baisse ? Parce que, en jouant habilement, il est possible de capter les petites différences entre le *spot*, le présent, et le *futures*, l'avenir, sans prendre davantage de risques que la différence entre les deux valeurs. Bien entendu, quand les marchés évoluent de manière imprévisible, il n'est pas exclu que l'on prenne quand même, ce faisant, de grandes claques.

Prendre des positions « directionnelles » sur le marché à terme des indices boursiers veut dire parier dans le même sens que la Bourse en y étant « acheteur » de contrats *futures*. Si l'on fait cela simultanément à la Bourse (le marché *spot*) en achetant des titres représentant le même « panier » que l'indice boursier (les 40 titres qui constituent le CAC 40, par exemple) et sur le marché à terme, on peut évidemment doubler, tripler, etc., ses gains quand la Bourse grimpe, et, de la même manière, doubler, tripler, etc., ses pertes lorsqu'elle baisse.

Ayant expliqué comment Kerviel a pu perdre autant d'argent, passons au point suivant : comment se fait-il que personne ne s'en soit aperçu, alors qu'il bâtissait l'énorme position qui déboucherait sur une perte de 4,9 milliards d'euros ? Plusieurs explications sont possibles.

La première, c'est que le contrôle de gestion d'une grande banque est souvent une très grosse machine. Les procédures de contrôle y sont tatillonnes mais bureaucratiques, et il n'est pas très difficile, pour quelqu'un qui les connaît bien, comme c'était le cas de Kerviel, de les contourner. La géographie n'y fait rien : à quelques variantes près, les procédures de contrôle sont les mêmes en France, en Angleterre et aux États-Unis.

Dans l'une des firmes où j'ai travaillé, j'ai été employé successivement dans deux départements. Dans le premier, on me disait : « Fouinez : traquez l'erreur ! » ; dans le second, on me répétait : « Laissez travailler les traders en paix : ne faites pas de vagues ! » Il n'est guère difficile de deviner dans lequel des deux le risque de « *trades* non autorisés » était le plus élevé. Quand le contrôleur en chef du second département auquel j'ai appartenu avait été nommé à son poste, son patron lui avait dit – il me l'a répété : « Vous n'aurez bientôt que des ennemis à cet étage, et c'est ainsi que je l'entends. » Quand il a démissionné, assumant le fait qu'il n'avait rien vu venir, il ne comptait au contraire que des amis.

Le communiqué de presse de la Société générale du 24 janvier affirmait au sujet de Kerviel que « sa connaissance approfondie des procédures de contrôle, acquise lors de ses précédentes fonctions au sein du middle-office du groupe, lui a permis de dissimuler ses positions grâce à un montage élaboré de transactions fictives ». Des précédents existaient : Nick Leeson, qui causa la chute de la banque d'affaires britannique Barings en 1995, utilisait, pour cacher certaines de ses opérations, un compte destiné aux corrections d'erreurs de *trading*.

Ce qui arrive cependant quelquefois, c'est que le *« rogue trader »* – titre du livre dans lequel Leeson raconta son aventure – opérait dans une zone floue, avec la bénédiction ou tout au moins l'assentiment tacite de ses patrons. Tant que les choses vont bien, c'est-à-dire tant que les *trades* sont gagnants, on ferme les yeux : a-t-on jamais vu en effet la presse s'indigner devant un « courtier fou » qui aurait fait gagner des milliards à sa firme ? Kerviel aurait peut-être été réprimandé, en particulier si ses actions avaient atteint un certain niveau de visibilité, par les autorités de tutelle, mais on imagine mal que son employeur eût cherché à le licencier alors que ses ordres étaient gagnants.

Bien des pratiques que les autorités décident un jour de prohiber ont longtemps été coutumières : elles ont simplement fait partie de la culture des salles de marché

sans que quiconque y ait rien vu d'autre qu'un train-train. Kerviel affirme que d'autres, à la Société générale, faisaient – font encore ? – exactement la même chose que ce qui lui est reproché. Mon expérience personnelle du *trading* sur les marchés à terme me donne à penser que la chose est en effet très probable.

En 1994, peu de temps avant sa chute, Leeson avait réalisé un profit de 208 millions de livres pour la Barings. En janvier 1995, il était vendeur d'un *straddle* (en français : stellage), un montage d'options dont il toucherait la prime et qui ne lui coûterait rien si l'indice Nikkei de la Bourse de Tokyo restait dans une bande étroite jusqu'à l'échéance du contrat. Le tremblement de terre de Kobe dévasta le Japon, l'indice Nikkei plongea, et le stellage de Leeson prit une raclée. Le trader britannique chercha à se refaire, sans grand succès, et on se rappela alors très opportunément qu'il avait un jour montré ses fesses dans un bar.

Dans un autre cas, celui de Joe Jett, à Kidder Peabody, en 1994, l'accusé choisit de se rebiffer : il s'affirma haut et fort victime d'une machination destinée à faire de lui un bouc émissaire. Il fut reconnu – au moins partiellement – innocent par la justice. Il publia quelques années plus tard un livre rapportant ses tribulations [1]. Nick Leeson partage aujourd'hui son temps entre la direction

1. Joseph et Sabra Chartrand, *Black and White on Wall Street : the Untold Story of the Man Wrongly Accused of Bringing Down Kidder Peabody*, New York, Morrow, 1999.

d'un club de football en Irlande et des tournées de conférences où il raconte son aventure – dont il existe par ailleurs un excellent compte rendu[1].

Malversations en temps de crise

Dans *The Great Crash – 1929* (1954), John Kenneth Galbraith nous rappelle que la crise de 1929 provoqua en réalité bien peu de suicides, mais mit au jour un très grand nombre de malversations. Il parle à ce propos de « détournements de fonds ». Prenons la liberté d'inclure également dans cette catégorie les « *trades* non autorisés » dont il est ici question, même si Kerviel n'a pas été accusé d'être un voleur : il n'a jamais été dit qu'il ait commis son crime à des fins d'enrichissement personnel. Galbraith souligne que, dans les périodes fastes où tout le monde fait de l'argent, certains veulent curieusement en faire encore davantage, et que les opérations non autorisées fleurissent. Pendant ce temps-là, l'euphorie aidant, le niveau de contrôle, quant à lui, se relâche. Voici ce qu'écrit Galbraith dans un passage de son livre : « Lors d'une dépression, tout cela s'inverse. Les transferts sont maintenant surveillés d'un œil alerte et inquisiteur. L'agent chargé des fonds est supposé malhonnête jusqu'à preuve du contraire. Les audits se font désormais méticuleux et approfondis. La rigueur morale

1. John Gapper et Nicholas Denton, *All that Glitters : the Fall of Barings*, Londres, Hamish Hamilton, 1996.

dans les opérations commerciales devient admirable. Les détournements battent en retraite [1]. »

Au moment où le krach se produit, observe Galbraith, le changement de climat est en revanche très remarquable : « De la même manière que la bulle accélérait le taux de croissance, le krach dope le taux de révélations. En quelques jours, la confiance universelle devient méfiance universelle. Des audits sont ordonnés. Les corps tendus, les regards préoccupés sont recensés. Plus important encore, l'effondrement des valeurs boursières rend irréparables les positions de l'employé qui détournait des fonds pour jouer les marchés. Il ne lui reste plus qu'à avouer [2]. »

La figure du trader

On requiert toujours davantage des candidats traders une bonne formation en mathématiques appliquées, mais le profil psychologique, lui, n'a pas changé : on exige des battants, des jeunes capables de survivre à des alternances rapides d'éclatantes victoires et de défaites cuisantes sans devoir chercher aucun soutien dans l'alcool ou la drogue. L'activité est ultrastressante : la succession de désastres et de triomphes implique chez le candidat une confiance en soi hypertrophiée. C'est un métier de guerrier ou de cow-boy, et rien ne pourra y changer quoi

1. John Kenneth Galbraith, *The Great Crash – 1929*, Boston, Houghton Mifflin, 1954, page 138.

2. *Ibid.*, pages 138-139.

que ce soit. Celui qui survit aux premiers mois de *trading* voit ce type de personnalité se développer en lui alors même qu'il imaginait s'en trouver aux antipodes.

Après, c'est essentiellement une question de chance : tous les modèles mathématiques utilisés impliquent une confiance absurde dans la capacité de prédire l'avenir. Certains, parmi les plus populaires, sont notoirement faux, mais constituent une « norme sectorielle », et tout un chacun y a recours.

Le trader ou courtier est donc une figure romantique : toujours au lendemain d'une victoire ou d'une défaite. Gagner signifie beaucoup d'argent. Quand on perd, on perd son emploi. Mais si l'on est un battant, on est réembauché aussitôt par la banque d'à côté. Voilà une vie exaltante ! Du moins jusqu'à ce que les écailles vous tombent des yeux...

Kerviel, ou la faute à pas de chance

Cherchons maintenant à établir ce qui a dû réellement se passer, afin de mettre les choses en perspective et de mesurer le véritable degré de surprise de la direction de la Société générale lorsque les opérations non autorisées de Kerviel vinrent à sa connaissance.

J'ai eu l'occasion, de 1990 à 1992, de mettre au point des systèmes automatiques de *trading* utilisés dans les salles de marché de grandes banques et de fonds d'investissement privés. Les systèmes opéraient sur les

marchés à terme de matières premières, d'instruments de taux, de devises, et, comme dans le cas de Kerviel, d'indices boursiers. Certains des systèmes que j'ai développés étaient très subtils et complexes, d'autres étaient plus balourds – mais rapportaient davantage.

Voici comment on procède : on rassemble des données historiques de prix très détaillées, et on demande à l'ordinateur d'optimiser une stratégie ; autrement dit, on lui demande de déterminer le niveau de prix auquel il aurait fallu acheter et celui auquel il aurait fallu vendre pour maximiser son profit au cours de la période que couvrent les données. Il ne s'agit pas de niveaux de prix absolus, comme « vendre quand on touche 102 », mais relatifs (par rapport au niveau où la position a été prise) : du genre « vendre quand on a gagné 1 million d'euros ou perdu 100 000 euros ». Quand je dis « on demande à l'ordinateur », cela signifie bien entendu que l'on écrit un logiciel dans un langage de programmation informatique, lequel va réaliser ces opérations.

Un système optimisé de cette manière ne gagne pas nécessairement plus souvent qu'il ne perd, mais si l'optimisation permet de découvrir une combinaison d'instructions qui gagne davantage quand elle gagne qu'elle ne perd quand elle perd, on a affaire à un système prometteur. L'instruction qui définit la perte maximale qu'on s'autorise est ce qu'on appelle un *trailing stop-loss*, littéralement un « arrêt à la perte, à la traîne ».

En voici le principe (je chiffre pour que ce soit plus parlant) : disons que si une position est perdante de plus de 1 million d'euros, on la déboucle en encaissant la perte ; si l'on s'est mal positionné d'emblée, si l'on a parié à la hausse alors que le marché baissait – ou inversement –, on perd 1 million d'euros. Mais si l'on a parié dans la bonne direction, on laisse aller – avec l'ordre de *stop-loss* à la traîne, dont la valeur « relative » reste constante (1 million d'euros) mais dont le niveau d'exercice se réactualise au fur et à mesure que la cote grimpe. Si l'on atteint alors, par exemple, 2,5 millions d'euros en positif, le *stop-loss* de 1 million d'euros à la traîne assure que, si la tendance se renverse et que l'on est alors obligé de sortir de sa position, on aura quand même engrangé 1,5 million d'euros. C'est ce qui permet que les positions gagnantes se révèlent éventuellement plus rentables que les positions perdantes, même si on joue à pile ou face le fait de parier initialement à la hausse ou à la baisse.

Qu'est-ce qui explique alors un désastre tel que celui qui a entraîné la chute de Jérôme Kerviel et qui s'est chiffré, à l'arrivée, à plusieurs milliards disparus en fumée ? Le fait que, quand les marchés sont agités, en particulier s'il y a des « trous d'air », c'est-à-dire des zones entières sur l'échelle de prix où il n'y a « pas de prix » – c'est-à-dire en réalité où il n'y a pas, selon les cas, d'acheteurs ou de vendeurs –, on ne peut pas toujours faire intervenir son *stop-loss* traînant au niveau où on l'aurait voulu : au moment où on essaie de déboucler

sa position, on n'est pas certain de trouver en face de soi la contrepartie dont on aurait besoin, et, au lieu d'essuyer la perte de 1 million d'euros à laquelle on était préparé, on se retrouve avec un trou de 10 millions... voire de 1 milliard ! Quand les choses se passent de cette manière, la tentation est grande de s'en prendre au trader plutôt qu'au marché – qui n'est pas là pour se faire gronder.

Les positions de Kerviel furent débouclées le 21 janvier 2008. On pouvait lire dans le *Wall Street Journal* du lendemain : « La débandade hier sur les marchés boursiers mondiaux suggère que la peur provoquée par la récession aux États-Unis est en train de s'étendre au-delà du marché américain... Alors que les marchés US étaient fermés hier en raison de la journée d'hommage à Martin Luther King, les principaux indices perdaient 7,2 % en Allemagne, 7,4 % en Inde et 5,5 % en Grande-Bretagne... » De tels chiffres signalent une dépréciation des cours boursiers tout à fait inhabituelle, et la journée du 21 janvier fut donc exceptionnellement mauvaise. Autre fait à rappeler : les positions prises par Kerviel ne furent pas débouclées par lui-même : il avait été licencié la veille, et elles furent donc débouclées par d'autres. Voici un extrait des procès-verbaux de ses auditions :

« Le vendredi 18 [janvier 2008], en journée, j'ai été positif en regard de la forte volatilité du marché [...] ; ce n'est qu'à la clôture de la séance du 18 que j'étais négatif. Je pense alors que je verrai l'évolution du marché en

revenant le lundi et table sur la hausse du marché américain le mardi. Ce que je ne pouvais supposer, c'est que le lundi je ne serais plus salarié de la Société générale. [...] Pour la sanction, je ne pouvais l'évaluer. La banque a pour but premier de gagner de l'argent. Comment justifier une sanction vis-à-vis d'un trader qui génère un résultat positif de 1,4 milliard d'euros [...] ? »

Une dépêche de l'agence Reuters intitulée « Mandat de dépôt requis contre le trader de la Société générale », datée du 28 janvier, rapportait :

« Jérôme Kerviel a opéré sur des contrats à terme liés à des indices boursiers européens et a failli gagner. Le procureur a confirmé que les positions qu'il avait prises avaient virtuellement fait gagner 1,4 milliard d'euros à la banque au 31 décembre 2007. Le procureur a indiqué que les positions étaient créditrices trois jours avant leur liquidation. L'avocat de Jérôme Kerviel, Me Christian Charrière-Bournazel, a souligné de son côté que c'est la Société générale qui a matérialisé la perte en décidant de liquider les positions, en début de semaine dernière, alors que les marchés venaient de chuter. C'était précipité, dit l'avocat, car les marchés sont ensuite repartis à la hausse. »

Kerviel expliquait ainsi le chiffre de 1,4 milliard d'euros :

« Fin juillet [...], mon résultat grimpe : 500 millions d'euros [...]. Je masque par une opération fictive [...]. Il

est vrai que je me retrouvais très intimidé par ce montant de 500 millions, et surtout de ne pas savoir comment l'annoncer [...]. Au 31 décembre, je n'ai plus de "pose" et mon "matelas" [gains en réserve] est monté à 1,4 milliard d'euros, toujours pas déclaré à la banque. À ce stade, je suis dépassé par l'événement et ne sais comment le présenter à la banque, cela représente un cash non déclaré de 1,4 milliard d'euros. »

La mention d'une « opération fictive » est bien sûr cruciale : il existe une réglementation dans les établissements financiers, tout comme il existe une déontologie dans la profession de trader, à l'instar de toutes les professions, et Kerviel avait bien entendu enfreint les deux. L'existence de règlements n'interdit cependant pas qu'il soit d'usage que l'on « ferme les yeux » sur certaines infractions. Il est question ici d'une asymétrie éventuelle qui aurait fait que l'on aurait fermé les yeux sur le débouclage d'une position en positif et que l'on aurait refusé de les fermer lorsque le débouclage s'est révélé calamiteux. Kerviel fait allusion à une telle asymétrie dans sa déposition :

« L'opération s'étant révélée fructueuse, elle devenait de ce fait autorisée, voire appuyée par la hiérarchie... Ce qui m'amène à dire que, lorsque je suis en positif, ma hiérarchie ferme les yeux sur les modalités et les volumes engagés... Tant que nous gagnons et que cela ne se voit pas trop, que ça arrange, on ne dit rien. »

Le lundi 21 janvier 2008 n'était pas propice au débouclage d'une position importante sur le marché à terme des indices boursiers, en raison des « trous d'air » qui caractérisèrent la séance.

Si l'affaire se résume bien à cela – à savoir que le jour du débouclage fut mal choisi, que la décision de déboucler fut prise dans la panique, et que l'exécution en fut catastrophique –, il faudrait avoir le courage de dire : « C'est la faute à pas de chance ! » Et que l'on juge alors Kerviel pour avoir caché un positif de 1,4 milliard d'euros par des opérations fictives, et non pour avoir fait perdre à la banque 4,9 milliards d'euros...

Kerviel et l'assurance de classe

Bien qu'il ne soit pas mentionné dans les références bibliographiques, le livre de Pierre Bourdieu et Jean-Claude Passeron, *Les Héritiers. Les étudiants et la culture* (1964), est un ouvrage que nous avions pris comme modèle, Geneviève Delbos et moi, à l'époque où nous rédigions *La Transmission des savoirs* (1984). À la lecture d'extraits des procès-verbaux des auditions de Jérôme Kerviel, un passage de ce livre m'est revenu en mémoire : celui où les auteurs rapportent une expérience dans laquelle il était demandé à un groupe d'étudiants de définir des mots compliqués mais fictifs. Les étudiants issus des milieux populaires étaient en général

volontiers disposés à admettre qu'ils ignoraient la signification du mot. Au contraire, plus l'origine sociale des parents était élevée, plus les répondants étaient prompts à définir le mot, recourant bien entendu alors aux explications les plus fantaisistes. Le facteur qui rendait compte du culot observé avait un nom : l'assurance de classe.

La presse parla à propos de Kerviel du peu de prestige dont bénéficie un trader formé en faculté par rapport à celui qui est issu d'une grande école. Or ce n'est pas du cursus qu'il s'agit à vrai dire – même si les deux dimensions se recouvrent quelque peu –, mais bel et bien d'assurance de classe. S'il n'était pas né dans un milieu modeste, Kerviel aurait dit :

« Patron, je crois que c'est bon pour la boîte : j'ai 1,4 milliard de positif. Si vous voulez, on pourra discuter plus tard comment j'ai fait, mais, là, j'ai besoin qu'on m'aide à me mettre *flat* [déboucler les positions] ». Le patron aurait répondu : « Ah ! c'est pas mal ! Bon, on va vous aider ! »

Les interventions du président français

Le président de la République française, M. Sarkozy, commenta la crise à deux reprises en septembre 2008 : la première fois dans le cadre de l'ONU à New York, le 23, et la deuxième, le surlendemain, dans une allocation

télévisée où il évoqua la situation économique de la France ainsi que le bilan de son gouvernement en cette matière.

Dans le cadre de son intervention à l'ONU, M. Sarkozy appela à une réunion internationale pour résoudre la crise financière et, parallèlement, à ce que l'on punisse les responsables. Il était tentant de penser facétieusement que le but de la réunion prévue était de rassembler en un seul lieu ceux qui seraient ensuite punis. Mais quand il évoquait les coupables, il ne pensait certainement pas aux présidents de banques centrales, aux économistes et aux régulateurs assoupis aux manettes depuis une vingtaine d'années : il avait plutôt en tête certains responsables d'un rang plus subalterne et, plus particulièrement, je reprends ses propos : « ceux qui mettent en danger l'argent des épargnants ». Cette dernière phrase ne pouvait viser que les dirigeants de banques commerciales qui ont toléré que leur salle de marché se livre à des opérations spéculatives sur fonds propres, c'est-à-dire en réalité la quasi-totalité d'entre eux.

Dans son allocution télévisée du 25 septembre, M. Sarkozy eut à cœur de dénoncer les « parachutes dorés » qui font partie, avec les stock-options et les retraites complémentaires, d'un arsenal utilisé par les dirigeants d'entreprises pour détourner en leur faveur le partage traditionnel du surplus entre eux-mêmes et les investisseurs. Les stock-options font en effet participer

les patrons à un gain dont ne devraient logiquement profiter que les investisseurs, en leur permettant de bénéficier aussi de la plus-value des titres de leur entreprise ; les stock-options empiètent de plus sur le gain des investisseurs, puisque les actions émises lors de leur exercice diluent la valeur de celles qui sont entre les mains de ceux-ci. Dans les cas les plus scandaleux, le « parachute doré » permet au patron d'une entreprise de « vider la caisse » au moment où il la quitte, laissant aux investisseurs et à ses salariés une coquille vide.

Le président français revint aussi sur sa suggestion faite à l'ONU de « punir les coupables ». Mais n'avait-il pas lui-même contribué à édulcorer la législation relative aux délits commis par les cadres, les « cols blancs » ? Et envisageait-il aussi que soient punis les coupables de « crimes passifs » ? On pense en particulier aux régulateurs du secteur financier qui, suivant en cela les instructions de gouvernements conservateurs au cours des trente dernières années, fermèrent les yeux devant la dégradation des systèmes financiers, facilitant l'exercice à l'échelle globale du type de piratage que je viens de mentionner à propos des patrons vidant la caisse de leur entreprise. John McCain est à ma connaissance le seul à avoir mentionné la chose quand, dans le cadre de la campagne présidentielle américaine alors en cours, il réclama le départ pour incompétence de Christopher Cox, le patron de la Securities & Exchange

Commission (SEC), le régulateur des marchés boursiers américains.

Le président français réclama également la disparition des paradis fiscaux, élimination qui constitue en effet l'un des tests cruciaux d'une sérieuse remise à plat du système financier international. Évoquant une refonte du système monétaire, sur laquelle il y aurait bien entendu beaucoup à dire, il se contenta malheureusement de réprimander les Chinois sur la manière dont ils gèrent le taux de change du yuan, et de tancer les Américains pour la manière dont ils arrosent le monde en dollars.

Enfin, point fort du discours, le passage suivant : « La crise financière n'est pas la crise du capitalisme, c'est la crise d'un système qui s'est éloigné des valeurs les plus fondamentales du capitalisme, qui a trahi l'esprit du capitalisme. » Si la crise actuelle n'est peut-être pas la crise ultime du système économique fondé sur le marché, il ne fait aucun doute au contraire qu'il s'agit bien d'une crise majeure du capitalisme, puisque le « capitaliste », ne l'oublions pas, c'est celui qui apporte le capital, c'est-à-dire l'investisseur. Le mot capitalisme ne renvoie pas à la concurrence entre marchands se retrouvant au sein du système de marché mais au système social composé de capitalistes – « investisseurs » –, de marchands – « dirigeants d'entreprises » – et de travailleurs – « salariés » –, et ce système est appelé « capitaliste » en raison de la domination en son sein,

précisément, des capitalistes. Or la spéculation, qui tue lentement mais sûrement l'économie ainsi que le système des marchés, est malheureusement au cœur même du capitalisme : la spéculation est l'instrument de prédilection du capitaliste.

Ayant brièvement résumé des analyses du type de celles présentées dans notre ouvrage, M. Sarkozy sembla s'exclamer : « Non ! Le capitalisme n'est pas mort ! » Mais les exhortations de ce type, proclamées d'un ton incantatoire, sont bien tard venues et il est nécessaire désormais pour les chefs d'État d'apporter la preuve de ce qu'ils avancent.

V

La Grande-Bretagne

Avec un taux d'endettement des ménages représentant 145 % de leurs revenus annuels, le Royaume-Uni se retrouve dans une situation très similaire à celle des États-Unis. Là aussi, les familles ont tenté de compenser la baisse de leur pouvoir d'achat par un accroissement de leur endettement ; là aussi, une bulle de l'immobilier a crevé, avec les mêmes conséquences pour les consommateurs comme pour les établissements de crédit.

La principale différence avec les États-Unis réside dans la réaction à la crise sur le plan politique. Lorsqu'il a fallu nationaliser Northern Rock, la Grande-Bretagne n'y est pas allée par quatre chemins : elle n'a pas hésité un instant. Northern Rock figurait au cinquième rang des établissements de crédit britanniques ; elle a eu le triste privilège, à la mi-septembre 2007, de connaître la seule

panique bancaire dont le Royaume-Uni ait été le témoin au cours des cent dernières années.

Les difficultés de la banque découlaient directement du tarissement du crédit intervenu en août 2007, dans le sillage de la crise des *subprimes*. En effet, contrairement à la plupart des établissements de prêt hypothécaire, qui se financent essentiellement grâce aux dépôts de clients sur des comptes à vue ou des livrets d'épargne, Northern Rock se finançait sur le marché des capitaux à court terme. Quand celui-ci s'assécha, la firme se retrouva dans l'impossibilité de renouveler ses fonds. Ses clients eurent vent de ses difficultés et se précipitèrent alors en masse pour retirer leurs avoirs, qu'ils estimaient menacés.

La Banque d'Angleterre intervint dans un premier temps, le 12 septembre, en avançant à la firme 25 milliards de livres, tout en prenant l'initiative – inédite – de garantir la totalité des fonds des déposants, alors que la garantie habituelle ne couvre que la totalité des premières 2 000 livres, puis 90 % des 33 000 livres suivantes, soit un montant moindre que les 70 000 euros garantis en France.

Deux actionnaires importants de Northern Rock, les fonds d'investissement SRM Global Master Fund et RAB Special Situations, forcèrent une issue en convoquant une assemblée d'actionnaires qui pouvait déboucher sur une nationalisation de la banque. Les deux

candidats à une reprise privée, le groupe Virgin et le fonds d'investissement Olivant Advisers, peinèrent alors à rassembler des fonds suffisants pour rembourser à la banque centrale l'avance qu'elle avait consentie lors de son intervention du 12 septembre. L'offre de Virgin était la plus attrayante des deux, mais la formule proposée supposait que la valeur de Northern Rock soit multipliée plusieurs fois avant que le contribuable britannique ne recouvre les sommes avancées. Goldman Sachs, la banque d'affaires américaine qui conseillait le ministère des Finances britannique, proposa une troisième voie qui ne réussit pas à susciter l'enthousiasme : reconditionner les 25 milliards de livres de l'avance sous forme d'obligations revendues au public.

Le gouvernement britannique est alors prêt pour l'acte final : il a pressenti comme dirigeant de la future firme nationalisée une vedette : « Rocket Ron » Sandler, qui a réussi, en 1995, à tirer d'affaire la vénérable Lloyd's de Londres, fondée en 1688, premier consortium dans l'histoire de la réassurance.

En fin de journée du lundi 17 septembre 2007, les déposants de Northern Rock ont retiré de leurs comptes l'équivalent de 2 milliards de livres ; l'action de la firme, qui a perdu 32 % de sa valeur le vendredi, s'est encore dépréciée davantage, perdant cette fois 40 % de sa valeur. Le gouvernement annonce dans la soirée sa nationalisation.

Les réactions de la presse économique sont révélatrices. Le *Wall Street Journal* donne le ton, mentionnant sur un ton froid et objectif que « la décision du gouvernement britannique pourrait marquer le début d'une phase nouvelle et plus aiguë de la crise financière, où les mesures prises par les gouvernements et les régulateurs provoqueront d'inévitables frictions avec certains groupes puissants ». Les commentateurs plus engagés parlent de « disgrâce » et de « démission nécessaire » du chancelier de l'Échiquier, Alistair Darling, lequel ne se démonte nullement et évoque les « conséquences de problèmes nés aux États-Unis ». Il s'agit d'un très mauvais coup, ajoutent-ils, pour la réputation de Londres comme place financière par excellence – alors que, sur ce terrain, la capitale britannique domine en effet aujourd'hui très nettement New York, numéro deux.

Il est clair, cependant, que ce que les adversaires de la nationalisation craignent par-dessus tout, dans ce qu'ils qualifient aussi de « voie rarement empruntée par un pays développé », c'est qu'une nationalisation réussisse là où le secteur privé a échoué. Leur principale récrimination porte en effet sur la « concurrence déloyale » qu'une entreprise nationalisée – dont la solvabilité serait assurée – constituerait pour les banques du secteur privé. L'agence de notation Standard & Poor's ne s'y est pas trompée, elle, en annonçant sans états d'âme, sitôt la nationalisation connue, qu'elle faisait passer la notation

de Northern Rock de A– à A. Heureusement, déclarèrent les détracteurs de la nationalisation, que les règlements européens obligeraient Northern Rock à diminuer de taille pour compenser cet avantage illégitime. Mais, s'indignaient-ils par avance, les pouvoirs publics allaient-ils licencier de gaieté de cœur une proportion suffisante des 6 300 employés de la firme, dans une région (Newcastle) qui – ajoutaient-ils alors, au comble de l'indignation – votait traditionnellement pour le Labour ?

La mesure de nationalisation est votée aux Communes à une large majorité (302 voix pour, 222 contre). Ses adversaires s'inquiètent tout particulièrement de la clause prévoyant que la même mesure pourrait s'appliquer à toute banque qui se retrouverait dans la même situation que Northern Rock. Le Premier ministre Gordon Brown, il est vrai, s'est voulu rassurant : « Nous n'avons personne en vue », a-t-il déclaré.

Lorsque la Commission européenne se réunit, le 26 février 2008, elle tient à faire savoir qu'elle ne désapprouve pas la manière dont le gouvernement britannique a agi : « Nous sommes totalement neutres », déclare le porte-parole de la commissaire à la Concurrence. Bruxelles joue donc la prudence, sans doute au cas où le même problème se représenterait.

L'attitude du gouvernement travailliste augure sans doute de la manière dont la crise financière sera gérée en Grande-Bretagne. Gordon Brown a semblé dire : « Oui,

Londres est bien aujourd'hui la capitale financière du monde. Non, cela ne signifie pas que le capitalisme financier fonctionne sans anicroches. Qu'on ne se voile pas la face : en cas de pépin, l'État sera toujours amené à reprendre les rênes ! »

VI

L'Espagne

L'Espagne s'est engagée, au cours des années récentes, sur la même voie que les États-Unis et que la Grande-Bretagne : celle d'un endettement sans cesse croissant des ménages (115 % des revenus annuels), utilisant le logement familial comme outil spéculatif censé servir à la fois de tirelire et de source toujours renouvelée de liquidités. Au cours des dix dernières années, le prix des maisons a quadruplé dans ce pays. En 2006, dans un environnement marqué par des taux exceptionnellement bas, 750 000 logements furent construits, soit davantage qu'en France, qu'en Allemagne et qu'en Grande-Bretagne réunies.

Comme aux États-Unis et au Royaume-Uni, le processus s'est interrompu, débouchant sur la faillite retentissante, en juillet 2008, du promoteur Martinsa-Fadesa,

processus que les autorités n'ont pas jugé bon d'endiguer, estimant qu'il n'existait pas de risque systémique. La chute du promoteur aura cependant engendré à elle seule 20 % des dettes espagnoles de mauvais aloi pour 2008.

Différence majeure avec les États-Unis : les établissements espagnols de financement du crédit immobilier dépendent beaucoup moins, pour le renouvellement de leurs fonds, du marché des capitaux et de l'émission d'instruments de dette à court et moyen terme ; ce sont des établissements bancaires de type classique – pour la moitié d'entre eux, des caisses d'épargne – recourant aux dépôts de leurs clients comme fonds principal. Autre élément positif : la bonne qualité des prêts dans un pays qui ignore le secteur *subprime* et où le rapport entre le montant du prêt et la valeur du logement (la notion de *loan to value* des Américains) n'est que de 60 %.

Autre élément positif : le fait que les superviseurs de l'activité bancaire en Espagne interdirent le « hors-bilan » qui caractérisa la titrisation des prêts hypothécaires aux États-Unis. Les régulateurs espagnols se sont également montrés beaucoup plus exigeants en termes de provisions obligatoires, assurant aux banques, même si ce fut à leur corps défendant, les moyens de survivre à une conjoncture défavorable dans les meilleures conditions possibles. Ces banques, du coup, sont beaucoup mieux à même de traverser la crise sans grand

dommage : les analystes estiment qu'une seule des quatre grandes banques espagnoles, Banco de Sabadell, risque de se retrouver insolvable par suite de la crise.

Cela n'a nullement empêché les banques espagnoles de s'être montrées parmi les plus agressives dans le recours aux prêts pouvant être obtenus par l'intermédiaire de la Banque centrale européenne. C'est ce qui a conduit à ce que lui soit posée la même question que celle qui l'avait été à la Federal Reserve : quelle est au juste la qualité des titres qui ont été mis en pension auprès de vous ?

VII

La Chine

On a appris peu de temps après l'ouverture des jeux Olympiques de Pékin que certaines images de feux d'artifice avaient été dédoublées par les metteurs en scène du spectacle et que les petits Chinois représentant les différents peuples de la Chine appartenaient en réalité tous à la majorité ethnique han. Mieux encore : l'une des petites chantait en réalité en play-back, la vraie chanteuse étant moins jolie que celle qui avait été choisie pour la représenter. Si aucune des nations participant aux jeux Olympiques ne rappela son ambassadeur en Chine, la colère n'en gronda pas moins dans la presse.

La raison de tant d'indignation ? Le manque de sincérité sous-tendant ces minuscules efforts pour présenter la réalité sous une forme améliorée. Si l'on ment sur les détails, faut-il alors croire l'image globale qu'on s'est

efforcé de donner ? Ou est la vérité ? Où, la propagande ?

À la veille de l'ouverture des Jeux, des reporters américains s'interrogeaient à la radio : Y a-t-il des automobiles à Pékin ? Serons-nous suivis dans la rue ? Pourrons-nous nous rendre d'une ville à l'autre si nous le souhaitons ?

Pour quiconque a visité la Chine, la naïveté de ces questions était consternante : oui, l'on peut se promener à Pékin et à Shanghai comme on le fait à Paris ou à San Francisco. Oui, certains des restaurants les plus fins du monde se trouvent dans ces villes. Oui, il faut faire très attention à ne pas se faire renverser par les voitures dans les rues de Pékin.

Sources plus légitimes d'indignation : les droits de l'homme en Chine et le Tibet. Les droits de l'homme constituent une question essentielle, et les peuples ont en effet le droit de disposer d'eux-mêmes. Cela dit, et au même titre que la Mongolie-Intérieure ou la Mandchourie, le Tibet appartient depuis des temps immémoriaux aux marches de la Chine : quand celle-ci est affaiblie, elle les perd à la suite d'une épreuve de force ; quand elle devient plus forte, elle les réintroduit de force au sein de son périmètre. Dans cette perspective historique, la question du Tibet doit davantage être assimilée à la question plus générale du respect des droits de l'homme. La Chine affirme qu'elle y vient, et c'est là qu'il est indiqué de ne pas relâcher sa vigilance.

En attendant, il convient de se souvenir de la parabole de la paille et de la poutre : ne pas se cantonner dans le deux poids, deux mesures, comme quand la critique de la Chine dans le domaine des droits de l'homme émane par exemple d'un pays qui juge normal l'existence de tribunaux d'exception pour quiconque aura été qualifié de « combattant ennemi », qui accepte le retrait de l'*habeas corpus* de ses principes fondamentaux et l'usage de la torture « quand les circonstances l'exigent ».

Sur le plan économique, la Chine semble la seule région du monde à avoir confirmé au moins partiellement une thèse très populaire au début du XXIe siècle : celle du *découplage*, qui ferait qu'une crise économique aux États-Unis ne se répercuterait plus nécessairement au sein des autres nations. Une récession larvée aux États-Unis au début de 2008 n'a pas tardé à faire sentir ses effets, avec le décalage habituel d'un semestre, au Japon et en Europe. La Chine réagit aux premiers signes d'un ralentissement chez elle, dû à la diminution des achats des consommateurs américains, par une politique mettant l'accent sur le maintien de la croissance et du taux d'emploi. Une campagne de développement des infrastructures de transport était déjà en cours ; elle faisait partie d'un plan quinquennal au budget équivalant à 380 milliards d'euros. Ont également été lancés de grands travaux visant à reconstruire la région du Sichuan dévastée par le tremblement de terre d'une rare intensité

qui a fait 69 000 morts au mois de mai 2008, ainsi que les régions affectées par des chutes de neige catastrophiques en janvier et février de la même année. Il s'agit notamment de reconstruire ces écoles effondrées dont nous avons vu les images, les maisons, les usines, les lignes à haute tension détruites ou endommagées.

La Chine a adopté ici la même attitude déterminée dont elle avait fait preuve pour juguler l'engouement pour les paris en Bourse, modifiant les conditions du jeu de manière à minimiser, sur le marché boursier intérieur, l'impact d'un minikrach, l'indice de la Bourse de Shanghai – qui, durant trois mois, en 2007, fut la plus active du monde – perdant 65 % entre son plus haut, le 14 janvier 2008, et son plus bas, le 19 septembre de la même année. Modifiant aussi sans cesse les conditions d'attribution de prêts, ainsi que le niveau des réserves obligatoires des banques, dans une tentative de « microgestion » de l'inflation.

Steven Green, du *Wall Street Journal*, expliqua que la Chine n'avait pas encore compris que l'inflation est un phénomène *monétaire*, et que « les dirigeants qui déterminent sa politique économique ne sont pas particulièrement disposés à prendre les difficiles mesures nécessaires pour résoudre le problème, comme relever les taux d'intérêt ou permettre l'appréciation du yuan ». Ce que M. Green ne comprend pas, pour sa part, c'est que la Chine sait qu'en haussant ses taux d'intérêt à

court terme, elle attirerait encore plus d'« argent facile », c'est-à-dire à la recherche d'un simple avantage spéculatif – argent dont elle ne sait déjà pas quoi faire –, et qu'elle a choisi une approche entièrement différente.

Avec un surplus fiscal représentant 1,5 % de son PIB, des réserves en devises se montant à 45 % du PIB et une dette publique qui n'en représente que 15 %, la Chine dispose d'une marge de manœuvre confortable pour expérimenter dans un cadre conceptuel différent – très éloigné, en effet, de celui de l'école de Chicago qui inspira pendant trente ans la Banque mondiale et le Fonds monétaire international, et dont des chercheurs britanniques ont récemment montré qu'il coïncida avec la recrudescence de la tuberculose dans les pays de la zone autrefois communiste où son dogme monétariste fut appliqué (*cf.* : http://medicine.plosjournals.org)...

La Chine, première puissance mondiale ? La progression de son PIB est de l'ordre de 10 % depuis 2003 (11,4 % en 2007), mais son économie ne représente encore que 15 % de celle des États-Unis. Si la Chine parvient à combiner une dynamique de demande intérieure soutenue avec celle de ses échanges internationaux, le facteur déterminant d'une telle évolution sera celui de la vitesse à laquelle l'économie américaine, de son côté, plongera.

VIII

La spéculation

Une nouvelle génération de « méchants »

Parmi les dizaines d'internautes qui participèrent sur la Toile au débat relatif à l'envolée du prix du pétrole et des autres matières premières, céréales en particulier, qui caractérisèrent les sept premiers mois de 2008, aucun consensus ne se dessina quant à l'existence ou non d'une bulle, ni sur la cause de cette envolée des prix.

L'émoi était né le 20 mai 2008 quand Michael W. Masters, le dirigeant et gestionnaire de portefeuilles de Masters Capital Management, un fonds spéculatif, avait fait une déposition devant une commission du Sénat américain. Dans son témoignage, il avait associé sans ambages l'envolée des prix à la spéculation et avait

nommément désigné les coupables : les fonds de retraite de l'État et des entreprises, les fondations privées et plus particulièrement celles chargées des universités américaines.

Dans les jours qui suivirent, les commentateurs furent partagés, certains apportant de l'eau au moulin de Masters, d'autres s'affirmant sceptiques, mettant en avant de réels déséquilibres entre l'offre et la demande pour ces mêmes matières premières, ou attirant l'attention sur des démentis implicites de l'hypothèse spéculative : sur le fait, par exemple, que l'on observait pour le riz et le minerai de fer, absents des marchés organisés de *futures* où ces fonds institutionnels investissaient, le même envol des prix que pour le blé ou le maïs pour lesquels de tels contrats à terme existent bien sur un marché à terme organisé.

Au lieu d'adopter un profil bas, ces fonds institutionnels, de leur côté, crurent bon de pousser des cris d'orfraie, accumulant déclarations officielles et communiqués de presse, mettant fin à l'incertitude en faisant naïvement l'aveu de leur culpabilité.

Voilà donc où nous étions rendus : la nouvelle génération de méchants, désignés à la vindicte publique, était constituée par ceux qui s'efforçaient désespérément de protéger la retraite des baby-boomers, l'avenir de la recherche et les bourses d'étudiants !

Le mécanisme qui avait conduit là était bien entendu

très simple : les capitaux, ayant d'abord fui les prêts hypothécaires *subprime*, et le feu s'étant propagé aux *asset-backed securities*, puis aux *collateralized debt obligations*, suivies des *structured investment vehicles*, et enfin aux obligations municipales, tous secteurs désormais sinistrés, avaient cherché à se placer sur les rares produits financiers ayant survécu à la peste des mois précédents et dont le nombre se réduisait de jour en jour, provoquant une bulle financière qui affecta l'ensemble des marchés mondiaux de matières premières.

Quelques postulats

Les arguments avancés par ceux qui niaient que les prix atteints alors par les matières premières étaient essentiellement spéculatifs étaient identiques à ceux qu'avaient utilisés ceux qui niaient la bulle de l'immobilier résidentiel américain.

Une analyse était donc nécessaire, en dépit de l'absence d'une théorie de « science économique » pouvant prouver de manière irréfutable l'existence des bulles financières. Quelques postulats pouvaient servir de points de départ :

1. Le prix des matières premières non renouvelables (pétrole) et celui des matières premières renouvelables (céréales) sont deux questions distinctes.

2. De multiples facteurs jouent dans la détermination du prix d'une matière première. Mettre en évidence des facteurs qui influent sur l'offre et la demande n'exclut pas qu'un prix puisse être essentiellement spéculatif.

3. Le prix d'une matière première révèle – comme tout prix – le rapport de forces entre acheteurs et vendeurs. Y a-t-il dans ce rapport de forces une « bonne » composante, qui refléterait l'offre et la demande, et une « mauvaise » composante que l'on pourrait éliminer ? C'est la question que pose indirectement le projet de loi Stop Excessive Energy Speculation Act of 2008, déposé le 15 juillet 2008 devant le Sénat américain, qui introduit la notion de « spéculation excessive ».

4. Y a-t-il une raison quelconque qui justifie la présence sur le marché à terme d'une matière première d'intervenants qui n'ont aucune capacité effective à livrer la marchandise ou à en prendre livraison à maturité ? L'argument, souvent proposé, de « liquidité », dont les spéculateurs seraient les dispensateurs, n'a de sens que s'il y a capacité effective à livrer ou à prendre livraison des marchandises sur lesquelles portent les contrats à terme.

Définir la spéculation

Le prix d'une matière première est « spéculatif » si celui-ci est significativement supérieur à celui calculé de manière « additive » en faisant la somme du prix des composants (« fondamentaux »).

On peut bien entendu parler de « spéculation » au sens large et utiliser le terme pour caractériser quiconque essaie de gagner de l'argent sur les marchés. Dans ce cas-là, un manipulateur de l'offre – ou de la demande – est effectivement un « spéculateur » ; quelqu'un qui commet un délit d'initié est lui aussi un spéculateur « au sens large ». Or il faut opposer les facteurs constitutifs du prix qui relèvent de l'offre et de la demande et ceux qui relèvent de la spéculation « au sens strict », laquelle est, elle, une simple manipulation du prix absolument indépendante de la marchandise. Celui qui voudrait manipuler l'offre de pétrole a besoin de barils, d'une aire de stockage, etc., alors que celui qui *spécule* sur le pétrole n'a même pas besoin de savoir ce qu'est le pétrole : la seule chose qu'il lui faille connaître, c'est si son prix est en train de monter ou s'il est en train de baisser.

Voici un exemple de spéculation emprunté à un livre de Jack Schwager. Il interroge un trader appelé Monroe Trout :

« Par exemple, si je suis *long* de mille contrats *futures* Standard & Poor's 500 [contrat à terme sur l'un des indices boursiers de la Bourse principale de New York, le New York Stock Exchange] et qu'il est 11 h 30 à l'heure de Chicago, je vais probablement vouloir introduire une sorte d'ordre d'achat de volume décroissant, comme acheter dix lots chaque fois que le marché baisse d'un *tick* [le *tick* vaut cinq cents sur ce marché], pour tenir le marché dans ma direction. Il ne faudra pas un très grand nombre de contrats à ce moment-là de la journée pour soutenir le marché, puisqu'il n'y a que peu de contrats échangés [il est 12 h 30 à New York et les négociateurs déjeunent]. »

La tactique de Monroe Trout est une tactique de *manipulation du prix*, et, à ce titre, elle est applicable à n'importe quel marché, quel que soit le produit qui y est vendu.

Si l'on veut absolument situer la spéculation sur les marchés à terme de matières premières dans un cadre de référence d'offre et de demande, on peut faire comme fait Mike Masters : dire que les spéculateurs constituent des « stocks virtuels ».

Le prix du pétrole

Le pétrole est désormais en quantité limitée, et l'agriculture contemporaine repose en grande partie sur les dérivés des produits pétroliers. Les spéculateurs tirent parti de ces deux évidences et agitent à présent le spectre du « pic pétrolier » afin de détourner l'attention du public de leurs agissements. Le « pic pétrolier » existe certainement, il s'agit cependant d'une autre histoire dont il convient de parler séparément.

En décembre 2007, M. Fadel Gheit, de Oppenheimer & Co., fut appelé à témoigner devant la commission Energy and Natural Resources du Sénat américain en sa qualité d'expert sur la formation du prix de l'énergie. De 2004 à 2007, l'agence de presse Bloomberg lui a décerné son prix du meilleur analyste du marché pétrolier.

M. Gheit affirma entre autres devant les membres de cette commission que

> « la mondialisation des marchés financiers, la facilité avec laquelle il est possible d'opérer, la vitesse à laquelle des fonds considérables peuvent circuler, la surabondance d'informations, les tensions internationales accrues, ont créé un environnement idéal pour une spéculation excessive sur les marchés mondiaux du pétrole ».

Cette « spéculation excessive » est encouragée, selon

lui, par l'absence de consensus quant aux fondamentaux du marché pétrolier :

> « Personne n'est à même de prédire exactement ou de manière cohérente le prix du pétrole : ni les compagnies pétrolières, ni les gouvernements, ni les investisseurs sur la place de Wall Street. Cette absence de prévision fiable a créé un vide dans lequel se sont engouffrés des acteurs financiers à l'horizon d'investissement ultracourt, ce qui a contribué à une volatilité accrue des prix. »

Cette volatilité accrue a à son tour influencé les fondamentaux :

> « La volatilité elle-même a un effet négatif sur l'industrie pétrolière parce qu'elle engendre l'incertitude et opère une distorsion des fondamentaux du marché, ce qui débouche sur des décisions d'investissement inappropriées quant à la constitution d'une offre qui correspondrait de manière adéquate à la demande globale en produits énergétiques. »

Gheit en concluait que le prix à terme du pétrole brut au moment de sa déposition, soit 98 dollars, était le double de ce qu'il aurait été en l'absence d'un impact de la « spéculation excessive », prix à comparer aux 147 dollars qui furent atteints quand le cours du baril culmina, le 11 juillet 2008.

Gheit ajoutait que

> « ... les spéculateurs sur le marché pétrolier utilisent les données publiées hebdomadairement par l'*Energy Information Administration* pour manipuler les prix en vue d'un gain à court terme. Les spéculateurs agitent les chiffres signalant une baisse des inventaires pour répandre la peur quant à d'éventuels déficits, alors que cette baisse indique précisément le contraire : une adaptation efficiente des capitaux dans un environnement de prix élevés. »

Gheit proposait enfin aux sénateurs de prendre un certain nombre de mesures :

• Porter à 50 % de la valeur du contrat la marge sur les opérations à terme (qui se monte à moins de 10 % à l'heure actuelle) ;

• Limiter le nombre de contrats par compte individuel ;

• Fixer une période minimale durant laquelle un contrat doit être conservé ;

• Prévenir les conflits d'intérêt pour les institutions financières impliquées ;

• Imposer des pénalités sévères pour les contrevenants, assorties d'un emprisonnement minimal.

En décembre, la déposition de M. Fadel Gheit passa inaperçue. Puis les choses changèrent, et il fut ensuite abondamment cité dans la presse : « Pourquoi le prix peut-

il grimper de 5 % dans la journée, pour retomber un peu plus tard, s'il s'agit de fondamentaux ? » demandait-il. À quoi il ajoutait : « Il existe une déconnexion totale entre le prix et l'offre et la demande. Les nouvelles règles sont : il n'y a plus de règles. »

L'événement intervenu entre-temps, et qui contribua à mettre ses propos en une, fut la déposition de Michael Masters, le 20 mai, devant la commission des Homeland Security and Governmental Affairs.

Les marchés à terme

Si l'on veut comprendre ce qui survivra à la crise présente et ce qu'elle engloutira, une distinction essentielle doit être faite entre un risque financier auquel on est exposé à son corps défendant et contre lequel il est légitime de se protéger, et un risque auquel on s'expose de manière délibérée et qui constitue un danger non seulement pour soi, mais pour tous ceux qui dépendent de soi, directement ou indirectement. Le risque inévitable est dicté par les circonstances, par exemple par l'ensemble des facteurs naturels ou d'ordre humain susceptibles d'influer sur le volume final d'une moisson. Le risque évitable est, lui, un pari que l'on fait, où l'on s'expose de manière librement consentie à une perte éventuelle en vue d'un gain incertain.

Les marchés à terme furent inventés pour permettre à

des intervenants – l'un qui livrera, l'autre qui prendra livraison – de déterminer aujourd'hui à quel prix aura lieu une transaction qui prendra place ultérieurement. En fixant le prix dès maintenant, les deux parties, acheteur et vendeur, se protègent contre les aléas de la variation du prix susceptibles d'intervenir d'ici à la livraison. À la maturité du contrat, au jour préétabli de la livraison, le prix à terme et le prix *spot* (le prix du moment) auront convergé jusqu'à – en principe – coïncider. Je dis « en principe », parce que cette coïncidence n'est plus nécessairement constatée aujourd'hui en raison de l'intense spéculation qui s'observe sur ces marchés.

Les contrats à terme avaient lieu traditionnellement « de gré à gré » (en anglais, *over the counter*, ou OTC) entre deux parties qui se mettaient d'accord sur les termes de la vente de manière anticipée par rapport à la transaction proprement dite, à savoir au transfert effectif de la marchandise à l'acheteur par le vendeur.

Avec l'apparition de marchés organisés pour ces ventes à terme, favorisant la rencontre d'acheteurs et de vendeurs potentiels et garantissant les contrats contre la mauvaise foi de l'une des parties, des marchés « secondaires » se mirent en place, où ces contrats purent être librement rachetés et revendus par des tiers entre le moment de leur création et celui prévu pour la livraison.

En fait, la création de marchés secondaires pour les opérations à terme ouvrit une boîte de Pandore : elle

autorisa désormais la présence sur ces marchés d'intervenants n'ayant aucune intention ni de livrer ni de prendre livraison de la marchandise, et dont le seul but est de parier sur la variation du prix entre le moment où ils interviennent sur le marché et celui prévu pour la livraison. Ces passagers clandestins, qui s'esquivent lorsque le moment de la livraison approche, ce sont bien sûr les « spéculateurs ». Les traders débutants, mandatés par un établissement financier pour spéculer sur ces marchés, commettent souvent l'erreur classique de se dégager trop tardivement et se voient alors obligés de trouver en catastrophe des tonnes de carcasses de porcs ou de graines de soja – ou, pis encore, de devoir en prendre livraison !

La raison pour laquelle les spéculateurs sont tolérés sur les marchés à terme n'est pas celle que l'on entend toujours évoquer : leur capacité à offrir de la « liquidité ». Elle est en fait beaucoup plus simple : ces marchés sont dominés et tenus en main par les établissements financiers qui spéculent en leur sein au nom de leurs clients ou pour leur propre compte. Interpellés par ceux qui remettent en question la légitimité de leur présence, leur réponse est très simple : ce sont les intervenants légitimes – ceux qui sont présents sur ces marchés parce qu'ils entendent véritablement y acheter ou y vendre à terme une marchandise – qui les y ont invités, car ils assurent une fonction essentielle à une marche bien

huilée des marchés à terme : ils y assurent de la « liquidité ».

L'histoire est rapportée ainsi : pris d'une lubie soudaine et agissant contre leur intérêt bien compris, les intervenants légitimes voulurent un jour interdire l'accès d'un marché à terme aux spéculateurs (le marché à terme de l'oignon dans les années 50, répète-t-on à voix basse), et mal leur en prit : le ciel leur tomba aussitôt sur la tête. Conscients de leur tragique erreur, et bourrelés de remords, ils invitèrent humblement les spéculateurs à les rejoindre. Ceux-ci dispensent désormais avec largesse – et sans manifester la moindre rancune – la manne de la liquidité dont ils sont les porteurs.

John Kenneth Galbraith – qui avait très mauvais esprit – disait à propos de la liquidité procurée par les spéculateurs qu'elle « ... favorise ce degré supplémentaire d'activité qui transforme un marché maigre et anémique en un marché gras et en bonne santé. Il s'agit là, dans le meilleur des cas, d'un sous-produit qui ne fait pas grande différence, et de toute manière d'un intérêt douteux [1] ».

De manière plus générale, la seule liquidité qui compte pour un marché à terme de matières premières est celle de la marchandise elle-même : la capacité de la livrer ou d'en prendre livraison ; la faculté d'en constituer des simulacres temporaires est indifférente.

1. John Kenneth Galbraith, *The Great Crash, op. cit.*, page 25.

Pour celui qui dispose réellement d'une marchandise ou qui la convoite, le marché à terme fonctionne comme une assurance. Pour celui qui n'en dispose pas, le marché à terme propose un casino. Refrénant leur gratitude envers les spéculateurs et contenant la manne de liquidité que ceux-ci dispensent dans leur munificence – et par ailleurs conscients du fait que leur présence massive signifie la mort certaine d'un marché –, les organisateurs de marchés à terme ont généralement cherché à restreindre l'influence des spéculateurs en limitant le nombre de contrats qu'ils sont autorisés à détenir.

Les spéculateurs considérèrent ces quotas comme une exigence excessive, et ont mis leur génie au service de la découverte de moyens de contourner cette barrière. C'est ce génie qui, en 2008, permit au prix des céréales et du pétrole d'atteindre dans le monde des sommets vertigineux : pareils au loup se parant de la peau d'une brebis, les spéculateurs, représentés par les banques d'investissement de Wall Street, envahirent les marchés à terme en se déguisant en *commercials*, en intervenants légitimes cherchant véritablement à vendre ou à acheter une marchandise. La Commodity Futures Trading Commission (CFTC), le régulateur américain des marchés à terme, en l'occurrence plus benête que malveillante, n'y vit que du feu, ouvrant la voie à une chaîne d'événements dont l'ultime aboutissement fut les

émeutes de la faim du printemps 2008 provoquées par un renchérissement dramatique du prix des céréales sur les marchés mondiaux.

L'entourloupe

L'entourloupe qui a permis à la spéculation de jouer un rôle renouvelé sur les marchés à terme des matières premières fut révélée lors d'une réunion de l'Agricultural Advisory Committee qui eut lieu à Washington le 6 décembre 2007. Le mérite d'avoir extrait leur substantifique moelle de la gangue des 276 pages de transcription de ces auditions revient à Michael Masters, qui en fit la synthèse, le 20 mai 2008, devant la commission des Homeland Security and Governmental Affairs du Sénat américain.

Voici, expliqué brièvement, le mécanisme de l'entourloupe destinée, je le rappelle, à neutraliser les quotas appliqués au nombre de spéculateurs sur les marchés à terme de matières premières.

Faisant preuve – comme toujours – d'une remarquable inventivité en matière d'ingénierie financière, les banques d'investissement de Wall Street contractèrent avec ceux que l'on appelle les « investisseurs institutionnels » – les fondations universitaires et fonds de pension américains, les fonds souverains, etc. – des *swaps* où elles promettaient de verser à ceux-ci des sommes cor-

respondant aux gains observés sur les marchés à terme des matières premières.

Si ces investisseurs institutionnels avaient opéré sur les marchés à terme sous leur propre identité, leurs positions auraient été limitées en taille. En se plaçant de manière indirecte, par le truchement d'un *swap* contracté avec une banque d'investissement, ils contournaient cette limitation.

Voici comment fonctionne ce *swap* : l'investisseur institutionnel s'engage à verser à échéance fixe, à la banque d'investissement, une somme correspondant au cours, à la date du contrat, d'un indice représentant la valeur d'un panier de contrats à terme de matières premières. La banque, elle, verse à la même échéance la valeur actuelle de cet indice. Les versements s'annulent bien entendu partiellement, et, à chacune des échéances, l'opération équivaut à ce que la banque verse à l'investisseur le gain de l'indice si celui-ci a crû entre-temps, alors que l'investisseur verse la différence à la banque si l'indice a, au contraire, décrû au cours de la période.

Après avoir contracté de tels *swaps* avec une multitude d'investisseurs institutionnels, les banques d'investissement se tournèrent vers la CFTC en lui disant : « Las ! Je suis exposé à un abominable risque sur le marché des matières premières : si le prix monte, je suis mort ! Autorisez-moi – je vous en prie – à me couvrir contre ce risque abominable ! » La CFTC, au bord des

larmes, répondit en substance (selon le témoignage de M. Heitman, le 6 décembre 2007) : « Pas de problème, puisqu'il s'agit de la couverture d'un risque ! Allez-y, et pour faire bonne mesure, on vous attribuera le statut de *commercial* (non-spéculateur). »

C'est de cette manière que les marchés à terme se firent rouler dans la farine : les investisseurs institutionnels ne connurent désormais plus aucune limite à leurs positions spéculatives – puisqu'ils se contentaient de contracter des *swaps* avec les banques d'investissement de Wall Street, tandis que celles-ci avaient obtenu carte blanche sur les marchés à terme, où, selon la version officielle, elles n'ont jamais, au grand jamais cherché qu'à se couvrir contre un abominable risque...

Spéculation et liquidité

Revenons sur cette notion selon laquelle la contribution positive qu'apporteraient aux marchés les spéculateurs, ce serait la liquidité. En l'absence de spéculateurs, un marché risque, comme le dit Galbraith, d'être « maigre et anémique ». Leur présence assure de l'activité, du volume. Grâce à leur présence, vendeurs comme acheteurs trouveront aisément, sur l'autre versant du marché, une contrepartie. Mieux, cette liquidité garantit un faible *slippage* – un faible « glissement » – par rapport au prix recherché. En effet, en l'absence de liquidité, un

vendeur devra fractionner le lot de titres ou de contrats qu'il cherche à vendre, et finira par le vendre à différents niveaux de prix ; et de même, bien entendu, pour l'acheteur qui se trouve en face et qui voudrait lui aussi acheter à un certain cours. Le *slippage* peut réduire considérablement le bénéfice d'une opération qui apparaissait prometteuse « sur le papier ». La liquidité qu'apportent les spéculateurs constitue donc un élément très positif pour les marchés...

Du moins en théorie ! Ce que je viens de dire semble à première vue hautement vraisemblable, mais ne résiste pas à l'observation banale que les spéculateurs – et eux bien davantage encore que tout autre type d'acteurs présents sur les marchés – s'y trouvent dans le but unique de gagner de l'argent. Or on gagne de l'argent en vendant plus cher que l'on a acheté, ce qui signifie que l'on achète quand le prix commence à monter et que l'on vend quand le prix commence à baisser. On épouse donc la tendance générale. On peut bien entendu également faire l'inverse : vendre quand le prix monte et acheter quand il baisse – c'est ce qu'on appelle une stratégie « contrariante », et cela se rencontre beaucoup plus rarement, parce que cela exige une connaissance exceptionnelle des marchés permettant de déceler le moment exact du retournement : celui où le prix a tant grimpé qu'il ne peut plus que chuter, et celui où il a tant baissé qu'il ne peut plus que remonter. À cela s'ajoute le fait que les

marchés sont sélectifs : ils se débarrassent rapidement de ceux qui n'y comprennent rien. Bien sûr, le hasard joue aussi un rôle ; il n'en reste pas moins que celui qui est totalement privé de talent en ces matières doit compenser son handicap par une veine inouïe.

Les spéculateurs qui ne sont pas rapidement éliminés ont donc tendance à se retrouver groupés sur un seul versant du marché : celui – acheteur ou vendeur – en train de gagner, ce qui veut dire que la liquidité qu'ils sont censés procurer n'est pas nécessairement présente à l'appel, surtout si l'on se trouve – comme eux – sur le versant gagnant. De même, la protection contre le *slippage* peut se révéler elle aussi illusoire, absente en tout cas lorsque son besoin se fait le plus sentir : lorsque le marché s'emballe à la hausse ou à la baisse. Dans ces moments-là, en effet, les spéculateurs (à l'exception des très rares « contrariants »), semblables aux passagers inexpérimentés d'un bateau pris dans la tourmente, se ruent tous du même côté du navire, précipitant son chavirement : c'est le krach, ou la bulle qui sera suivie d'un krach.

Compensant quelque peu ce que je viens de dire, il y a le fait que les spéculateurs possèdent des horizons de vente et d'achat différents, et que le profil d'une heure ou d'une journée de *trading* peut aller à l'encontre de la tendance générale d'une semaine ou d'un mois. Les traits « suivistes » caractérisent cependant la nouvelle génération de spéculateurs dont Mike Masters a

débusqué la présence : les investisseurs institutionnels présents sur le marché à terme des matières premières. Ceux-ci ne se trouvent en effet en permanence que sur un seul versant du marché : son versant « acheteur », où ils se placent dans la durée en « roulant » leurs positions d'une échéance sur la suivante. Cela leur permet de se protéger contre l'inflation du prix des matières premières en achetant – par le truchement d'un indice et, comme je l'ai expliqué, grâce à l'astuce d'un *swap* – un panier de celles-ci.

Comme le fait finement observer Masters, ces « spéculateurs d'indice » n'ont pas même l'excuse de procurer au marché de la liquidité : présents sur le seul versant « acheteur », ils se contentent d'en consommer. Ils se positionnent sur un marché pour une somme particulière, disons 2 milliards de dollars, sans se préoccuper de savoir quelles sont les 25 matières premières qu'ils achètent de cette manière – c'est l'indice qui s'est occupé de l'allocation – ni quel est leur prix actuel – puisqu'ils le jouent à la hausse les yeux fermés. Ils sont à ce titre parfaitement imperméables aux fluctuations de l'offre et de la demande. Masters observe :

> « Si l'OPEP extrait davantage de pétrole, cela aura très peu d'effet sur la demande des spéculateurs d'indice. Si les Américains réduisent leur consommation par un usage coopératif des véhicules ou en recourant davantage aux transports en commun, cela aura égale-

ment très peu d'impact sur leur demande. Les stratégies des investisseurs institutionnels sur les marchés à terme des matières premières s'assimilent à du stockage virtuel...[1] »

Les investisseurs institutionnels contribuent ainsi unilatéralement à l'augmentation des prix : plus le prix des matières premières monte, plus leur stratégie visant à se protéger contre l'inflation résultant de la hausse du prix de ces produits se trouve justifiée, et plus ils augmentent leur mise. Le fait que ce soit leur comportement moutonnier qui est à la source de cette inflation ne constitue pas à leurs yeux une objection recevable ; on les imagine aisément rétorquer : « Quoi, je serais le dernier à me protéger ? » On trouve ici une confirmation de plus qu'aucune « main invisible » ne contribue à faire émerger le bien général de la poursuite insatiable des intérêts particuliers.

Spéculation et prix

Les acheteurs et les vendeurs légitimes sur les marchés à terme des matières premières, ceux qui livrent une marchandise ou en prennent livraison, influent de

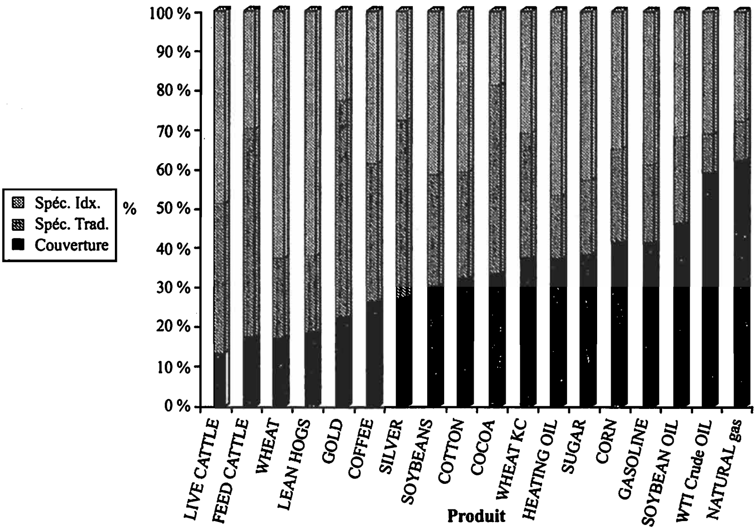
1. Michael Masters et Adam K. White, *The Accidental Hunt Brothers. How Institutional Investors Are Driving up Food and Energy Prices*, Special Report, juillet 2008, p. 7.

manière classique sur les prix : en fonction d'un rapport de forces qui est à certains moments favorable aux vendeurs (le prix alors monte) et, à d'autres, favorable aux acheteurs (le prix alors baisse) ; c'est ce qu'on appelle traditionnellement « le mécanisme de l'offre et de la demande », bien que ce soit beaucoup plus compliqué que cela – beaucoup plus centré sur les acteurs eux-mêmes qu'une simple question d'offre et de demande.

Les spéculateurs « classiques » suivent la tendance : ils achètent quand le prix monte et ils vendent quand il baisse. Ils sont donc neutres du point de vue de la formation du prix. Les spéculateurs d'indice – les investisseurs institutionnels américains sur lesquels Mike Masters a attiré l'attention et dont le volume sur les marchés à terme est passé de 13 milliards de dollars en 2003 à 260 milliards en mars 2008 – achètent uniquement et poussent donc uniquement à la hausse du prix : + 183 % sur la même période.

Pour avoir une idée de la force respective des trois camps en présence, j'ai emprunté ses chiffres à Mike Masters, et voici le graphique qui les représente. Les opérateurs légitimes sont en noir, les spéculateurs classiques en gris foncé, et les spéculateurs d'indice en gris clair ; on observe que ces derniers représentent aujourd'hui à peu près le même poids que les opérateurs légitimes. On note par exemple que, comme on l'imagine, les spéculateurs « classiques » sont très présents sur le marché à terme de l'or.

Acteurs présents sur les marchés à terme de matières premières



Imaginons que l'offre augmente : 1) le facteur « offre et demande » pousse à la baisse du prix ; 2) le facteur « spéculateur d'indice » pousse à la hausse, comme il le fait en permanence. Tout dépendra du fait que l'offre augmente suffisamment – ou pas – pour compenser la tendance à la hausse due aux spéculateurs d'indice. Les spéculateurs « classiques » viendront en renfort de la tendance qui émergera – quelle qu'elle soit. Conclusion : le prix ne baisse que si l'offre augmente de manière « significative », à savoir suffisamment pour compenser l'inflation constante due aux spéculateurs d'indice.

Si au contraire l'offre baisse : 1) le facteur « offre et demande » pousse à la hausse du prix ; 2) le facteur

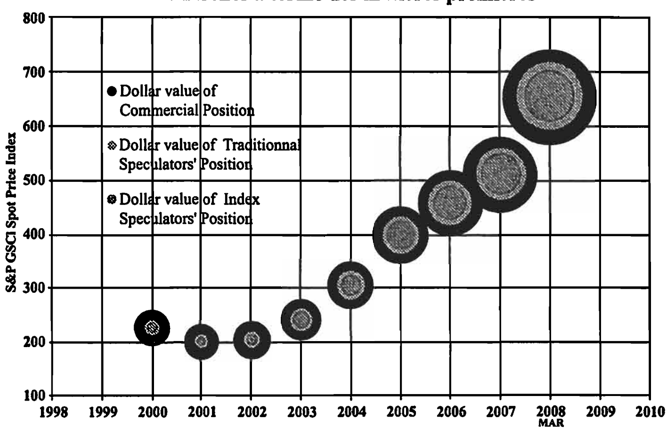
« spéculateur d'indice » pousse lui aussi à la hausse, comme à son habitude. Les spéculateurs « classiques » courent au secours de la victoire, et apportent le support de leurs troupes à la tendance du prix à s'élever. On observe les courbes grimpant « exponentiellement » que l'on a connues durant le premier semestre 2008.

Le pétrole joue ici un rôle particulier. Tout d'abord, l'augmentation de son prix se répercute indirectement sur tous ceux des produits agricoles – végétaux et animaux – du fait que des produits dérivés du pétrole sont impliqués dans leur production : gazole, engrais, propane, pesticides, etc. Ensuite, l'augmentation de son prix a un impact direct sur celui du maïs, utilisé désormais comme substitut du pétrole dans la production de biocarburants : plus ce prix est élevé, plus l'éthanol devient un substitut compétitif. De plus, dans le contexte qui nous est familier, où toute augmentation de la productivité agricole est nécessairement lente et où les diverses céréales peuvent partiellement se substituer les unes aux autres, une augmentation du prix du pétrole n'a pas seulement une influence sur celui du maïs, mais aussi sur ceux de l'ensemble des céréales. Ce que je viens de dire ici est – on l'aura noté – entièrement indépendant de la question du « pic pétrolier » : ne joue que le fait que le prix du pétrole influe de manière directe (éthanol) ou indirecte (céréales, viande) le prix d'autres matières premières.

Deuxième graphique, emprunté celui-ci à l'exposé de

Masters lors de sa déposition devant le Sénat américain : l'augmentation des volumes et des prix sur les marchés à terme des matières premières. Les prix ont manifestement crû, et cette croissance a correspondu à l'irruption en masse des investisseurs d'indice, dont le volume est représenté par la surface du disque extérieur.

Marchés à terme des matières premières



Source : Bloomberg, CFTC Commitments of Traders CIT Supplement, calculations

Ayant dit cela, il n'était bien sûr pas certain que les spéculateurs d'indice persisteraient à parier contre vents et marée sur la hausse des prix. Pourquoi l'ont-ils fait de 2003 à juillet 2008 ? Pour se protéger contre l'inflation. Ils se protégèrent contre la déperdition de valeur des matières premières exprimées en dollars en plaçant leurs dollars dans des contrats portant sur ces marchandises qui s'apprécient si leur prix monte. C'est une stratégie classique de « couverture » : à mesure que le dollar

perd de sa valeur par rapport aux autres devises, le prix de ces matières premières augmente, et cette augmentation compense la baisse de la devise, si bien que l'on s'y retrouve au bout du compte. Bien sûr, c'est une prophétie autoréalisante : cette inflation que les spéculateurs d'indice redoutent, ils contribuent à la créer, mais ça, ce n'est pas leur affaire !

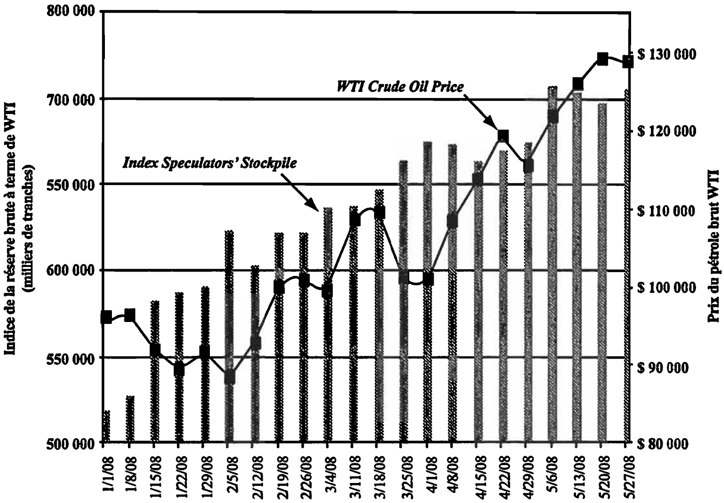
Le graphique suivant, emprunté à un nouveau rapport de Mike Masters, diffusé celui-ci le 10 septembre[1], confirmait ceci en mettant en parallèle le prix du brut sur le marché à terme et le volume des positions de *swap* sur l'indice à terme des matières premières.

Aucun calcul de « covariation » entre les deux courbes n'est nécessaire : la coïncidence des tendances est clairement visible.

Que fallait-il pour que ces spéculateurs d'indice soit se retirent des marchés à terme des matières premières, soit parient cette fois sur leur baisse ? Il fallait bien sûr que la tendance se renverse. Une possibilité, c'était que le dollar s'apprécie par rapport aux autres devises : le prix des matières premières exprimé en dollars deviendrait relativement bon marché, et il faudrait alors parier à la baisse. Une autre possibilité – due à la position particulière du pétrole dans l'équation – était que l'offre de brut

1. Michael Masters et Adam K. White, *The Accidental Hunt Brothers-Act 2. Index Speculators Have Been a Major Cause of the Recent Drop in Oil Prices*, Special Update, septembre 2008, p. 3.

Indice de la réserve brute à terme de WTI par rapport au prix du pétrole brut WTI



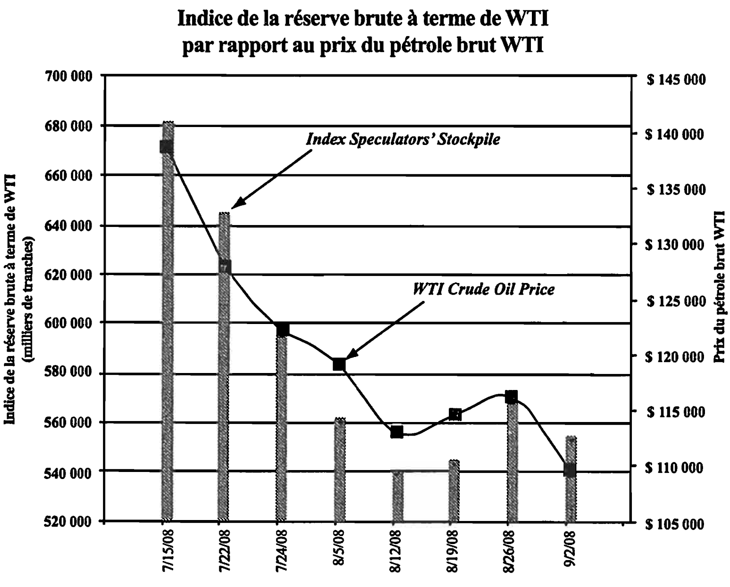
Source : Bloomberg, Standard & Poors, Dow Jones, calculations based upon the Commodities Futures Trading Commission's Commodity Index Trader report

augmente suffisamment pour contrer la pression inflationniste des spéculateurs d'indices orientés aujourd'hui à la hausse, augmentée de celle des spéculateurs classiques qui se contentent, eux, d'aller là où le vent les pousse.

Or ce qui se passa fut la conséquence d'un mécanisme encore bien plus simple : la peur du gendarme ! Mike Masters fit sa déposition devant un comité du Sénat américain le 20 mai 2008. Elle eut un énorme retentissement : il convainquit un nombre considérable d'hommes politiques et ce fut un branle-bas de combat immédiat : les projets de lois visant à brider la spéculation sur les

matières premières fleurirent comme muguet en mai, dont le projet de loi Stop Excessive Energy Speculation Act of 2008 que j'évoquais plus haut.

Autre graphique, emprunté lui aussi au second rapport Masters, couvrant la période du 15 juillet au 2 septembre. Les spéculateurs se précipitèrent vers les issues de secours. Même convention dans la représentation : le montant des investissements dans les indices à terme de matières premières a été superposé au prix à terme du pétrole.



Source: Bloomberg, Standard & Poors, Dow Jones, calculations based upon the Commodities Futures Trading Commission's Commodity Index Trader report

Les spéculateurs – de l'ancienne ou de la nouvelle engeance – contribuent donc à amplifier le mouvement des prix dans un sens ou dans l'autre : pour créer la bulle quand ceux-ci montent, pour précipiter le krach quand ils baissent.

La seule justification de leur présence sur les marchés était qu'ils y apportaient de la liquidité. On a vu ce qu'il fallait en penser.

Dans un billet intitulé « Une Constitution pour l'économie : un exemple » (*cf.* : http://www.pauljorion.-com. blog/?p=407), je proposais un article rédigé ainsi :

> « Les ventes à terme ainsi que les options d'achat sont autorisées. Elles lient leurs contreparties jusqu'à livraison. En conséquence, il n'existe pas pour elles de marché secondaire. Les paris relatifs à l'évolution d'un prix sont, eux, interdits. »

Mike Masters m'a offert tous les arguments – et tous les chiffres – dont j'avais besoin pour soutenir ma proposition.

Spéculation et monde des affaires

Dans un article intitulé « What Price More Food ? », paru dans le numéro daté du 14 juin 2008 du magazine britannique *New Scientist*, Debora MacKenzie analyse l'augmentation du prix des céréales sur les marchés

mondiaux. Il ne s'agit pas, comme vous l'aurez relevé, d'une publication financière, et l'article s'intéresse à la crise actuelle d'un seul point de vue : celui des quantités disponibles.

J'y lis par exemple, à propos du fait que certains gouvernements subventionnent la production de grains destinés à être transformés en biocarburants :

> « Selon l'International Food Policy Research Institute à Washington, ces subventions expliquent pour 30 % l'augmentation actuelle du prix du grain. L'IF-PRI calcule que le retrait de ces subsides réduirait immédiatement leur prix de 20 %. »

J'y lis aussi :

> « L'investissement dans la recherche et le développement agricole a diminué : il augmentait de 2 % par an dans les années 80, pour baisser ensuite de 0,6 % par an depuis 1990. [...] Autre évolution, le fait que la recherche s'est de plus en plus privatisée. Les entreprises ont accordé la priorité aux types de recherches qui augmentent leurs profits, que les rendements en soient améliorés ou non. Elles développèrent par exemple des hybrides de maïs, mais non de blé, en raison du fait que le mécanisme de la floraison du maïs se prête davantage au contrôle de nouvelles semences par le truchement de brevets. »

J'ai évoqué dans *L'Implosion* (pages 313-316) le comportement tout à fait inadapté des entreprises dans le monde actuel, comportement de type « darwinien » fondé sur des stratégies *opportunistes* et de domination par la *colonisation*, comportement « naturel » au sens de « propre à la nature laissée à elle-même », et tel qu'il caractérisa l'espèce humaine avant que l'homme n'entreprenne son autodomestication. L'absence de principes supérieurs pour guider les entreprises cotées en Bourse découle de la spéculation dont sont l'objet leurs actions, spéculation qui les engage dans une course effrénée au profit immédiat pour le seul bénéfice de leurs dirigeants et de leurs actionnaires, expliquant du coup pourquoi les objectifs à long terme ou orientés vers le bien général sont absents de leur horizon.

Le mouvement de *privatisation* et de *dérégulation* propre aux trente dernières années de triomphe du *libéralisme* a soustrait au ressort de l'État certaines responsabilités qui étaient devenues les siennes pour les confier aux entreprises, dont le bien général n'est pas le souci. Ce mouvement constitue de ce point de vue une « renaturalisation » de certains domaines où s'était manifesté un processus progressif d'autodomestication de l'espèce, ce que l'on appelait autrefois le « progrès de la civilisation », avant que le mot ne perde sa dignité en étant galvaudé comme justification de guerres d'usurpation de ressources naturelles – dont l'invasion de l'Irak constitue l'exemple le plus récent.

Des exemples comme celui que je mentionne plus haut à propos du maïs et du blé suggèrent qu'il est temps de réclamer des entreprises qu'elles adoptent enfin une attitude *civilisée*. La source du mal réside, comme on vient de le voir, dans le rôle joué par la spéculation dans la détermination de leurs politiques. Rien dans l'évolution de notre système économique et financier ne conduira à l'élimination automatique de la spéculation. Aucune des mesures prises aujourd'hui pour prévenir le retour de crises telles que celle des *subprimes* ou le tarissement du crédit qui en fut la conséquence ne vise à l'éliminer ni même à l'endiguer : l'ensemble de ses mécanismes sortent de ces crises intacts, et son nom n'a même été évoqué à aucun moment. Qu'elle s'agisse de manière directe (quand elle s'exerce comme aujourd'hui sur les marchés à terme des matières premières) ou de manière indirecte (quand elle interdit de fait les politiques à long terme des entreprises ou celles qui visent au bien général), la spéculation représente désormais un danger mortel pour l'humanité.

IX

Pour qu'un marché fonctionne

La confiance des marchés

Le tarissement du crédit caractérisant la « drôle de crise » qui succéda à celle des *subprimes* est le plus souvent expliqué en faisant appel à la notion de confiance. On dit : « La confiance entre établissements financiers disparut, et la crise était là ! » En réalité, ces explications qui se réfèrent à la « confiance des marchés » renvoient à deux choses bien distinctes : l'une est bel et bien la confiance, mais l'autre est beaucoup plus simplement la rentabilité. Lorsque le coupon d'un produit financier, dont le montant reflète le degré de risque de non-remboursement encouru par le bailleur de fonds, cesse de couvrir le risque effectivement couru, les acheteurs potentiels cessent d'acheter ce produit. Cela s'est

appliqué aux *asset-backed securities* (ABS) adossés à des prêts *subprime*, ainsi qu'aux *collateralized debt obligations* (CDO) regroupant un certain nombre de certificats ou « tranches » en quoi ces ABS étaient subdivisés. Ce n'est pas plus compliqué que cela, et n'a rien à voir avec la confiance : il arriva tout simplement que des produits qui n'étaient plus rentables cessèrent de trouver preneur !

Pour clarifier sur un plan analytique ce que je mettrai à plat au fur et à mesure que j'avancerai dans mon exploration, je traduirai mes « découvertes » en pseudocode. Ce que je viens de dire se traduirait alors par

Si Rentabilité < 0, alors "N'achetez pas"

Le zéro dans l'inégalité peut bien entendu être remplacé par tout autre chiffre selon la marge de profit que l'on définit comme son plancher.

La confiance, quand elle intervient, le fait sous plusieurs formes. Les CDO sont des produits financiers composites dont les éléments sont, je viens de le rappeler, des tranches d'ABS. Un CDO se composait habituellement de cent à deux cents tranches d'ABS reconditionnées en un produit unique. Le prospectus accompagnant le CDO dressait la liste de ses composants, ce qui permettait de savoir s'il comprenait ou non des ABS adossés à des prêts *subprime*. Avec un peu de patience et une bonne connaissance des ABS et de leur

fonctionnement interne – ce qui n'était évidemment pas donné à tout le monde –, il était possible de se faire une idée correcte de la manière dont un CDO se comporterait jusqu'à maturité.

S'il restait – théoriquement – possible d'évaluer un CDO, cela cessait d'être le cas avec un « CDO au carré » dont chaque composant est, cette fois, non plus une tranche d'ABS, mais un CDO de type classique. Cent fois cent, cela fait dix mille, et l'idée d'évaluer un CDO au carré en évaluant dix mille autres produits financiers n'avait bien entendu plus aucun sens. Et c'est à ce stade-ci qu'intervenait la confiance : s'il lui était impossible de déterminer si un produit financier contenait ou non des prêts *subprime*, c'est-à-dire des produits non rentables, l'acheteur éventuel décidait de s'abstenir.

Exprimer cela en pseudo-code est un peu plus compliqué que de définir si une transaction doit ou non prendre place selon que la valeur d'une variable se situe au-dessus ou au-dessous d'un seuil, comme dans le cas de la rentabilité. On aura cette fois quelque chose du genre :

si UnComposantDuProduit est PrêtSubprime, alors
"N'achetez pas"

Dans le cas d'un véritable programme informatique, on aurait affaire à un tableau qui contiendrait l'inventaire des composants du CDO. Ceux-ci seraient alors

examinés en boucle, et, dès qu'un composant contiendrait des prêts *subprime*, le verdict serait : « Ne convient pas ! »

Verdict = "C'est bon !"
pour chaque Composante dans Produit
– Si Composante = "Subprime", alors
Verdict = "Ne convient pas !"
Fin de boucle
– Fin de condition –
Suivant
Si Verdict = "C'est bon !" alors "Achetez !"

Si le tableau a été épuisé sans que rien ne se passe, la valeur assignée initialement au verdict, à savoir « C'est bon ! », reste valable, et la décision est « Achetez ! » Si a été rencontrée une tranche d'ABS contenant des prêts *subprime*, le verdict s'est vu attribuer la valeur « Ne convient pas ! », et le test final échoue.

Il nous faut cependant aller plus loin, parce que le test doit également échouer au cas où il est impossible de déterminer si un composant contient ou non des prêts *subprime* – si, par exemple, l'information manque. La ligne

Si Composante = "Subprime", alors

– doit dans ce cas être réécrite :

Si Composante = ("Subprime" OU ""), alors

Les guillemets vides "" représentent l'information manquante et le « OU » – le « ou inclusif » – souligne que les composants du produit doivent être explicitement connus pour que le test soit passé victorieusement.

Enfin, dernier facteur à prendre en considération pour l'élément « confiance » : le risque de contrepartie. Si la transaction n'est pas ponctuelle, mais implique une relation d'une certaine durée entre cocontractants, alors la solvabilité de la contrepartie durant cette période entre en ligne de compte. Ainsi dans le cas d'un *swap* de taux d'intérêt, où des paiements ont lieu entre cocontractants tous les six mois pendant un certain nombre d'années. Il est essentiel, pour chacune des parties, que l'autre soit solvable pendant toute la durée du contrat. La question devient cette fois : quelle quantité de prêts *subprime* dans le portefeuille de la contrepartie la fragiliserait financièrement et mettrait en question sa solvabilité sur le long terme ? Nous savons désormais comment traduire ce type de question sous la forme simpliste mais néanmoins éclairante d'un test informatique :

– Si Verdict = "C'est bon !" alors [succès aux tests précédents]
– Si NombreDeVersements > 1 alors [le produit a une certaine durée]
– Si Contrepartie Non(possède "Subprime") alors "Achetez !"
– Fin de condition
– Fin de condition

La deuxième condition emboîtée devrait être réécrite sous forme de boucle :

Verdict = “C’est bon !”
Pour chaque Composante dans Portefeuille
– Si Composante = (“Subprime” OU “”), alors
– Compteur = Compteur + 1
– Si Compteur > 100 alors [100 ou tout autre maximum autorisé]
– Verdict = “Ne convient pas !”
– Fin de boucle
– Fin de condition
Suivant
– Si Verdict = “C’est bon !” alors “Achetez !”

La question de la « confiance des marchés » dans la crise des *subprimes* pourrait alors être modélisée par le test suivant :

Verdict = “C’est bon !”
Pour chaque Composante dans Produit
– Si Composante = (“Subprime” OU “”) alors
– Verdict = “Ne convient pas !”
– Fin de boucle
– Fin de condition
Suivant
Si Verdict = “C’est bon !” alors
– Si NombreDeVersements > 1 alors
– Pour chaque Composante dans Portefeuille
– Si Composante = (“Subprime” OU “”) alors

– Compteur = Compteur + 1
– Si Compteur > 100 alors
– Verdict = "Ne convient pas !"
– Fin de boucle
– Fin de condition
– Fin de condition
– Suivant
– Fin de condition
Fin de condition
Si Verdict = "C'est bon !" alors "Achetez !"

J'ai expliqué plus haut, dans le chapitre consacré aux États-Unis, que « quand on évoqua la "confiance des marchés" durant la crise des *subprimes*, on voulait simplement dire que les conditions à remplir pour qu'un acheteur potentiel décide d'acquérir un produit financier devenaient de plus en plus restrictives. Le nombre d'obstacles à franchir et la quantité d'information à réunir pour qu'une transaction ait lieu n'arrêtaient pas de croître : information sur le produit, d'abord, à savoir s'il contient ou non des prêts *subprime*, ensuite information sur la contrepartie : quelle est sa solvabilité estimée par rapport à la quantité de prêts *subprime* que contient son portefeuille ? ».

La partie cruciale du pseudo-code que nous avons bâti étape par étape est le test que j'ai exprimé par la formule suivante : « Si Composante = ("Subprime" OU ""), alors ». En effet, si un nombre important de transactions étaient prohibées en raison de la présence explicite de

prêts *subprime* au sein du produit ou au sein du portefeuille de l'une des contreparties, un nombre beaucoup plus considérable encore l'étaient en raison d'une information manquante, celle que représentent les guillemets vides "" : dans le doute, abstiens-toi !

L'affaire du LIBOR

Le LIBOR est le London Interbank Offered Rate, un ensemble de taux de référence à court terme pour les opérations en dollars entre banques hors des États-Unis, calculé à partir d'opérations ayant effectivement eu lieu le jour précédent. Le LIBOR est important pour les organismes financiers américains du fait que le taux auquel ils empruntent eux-mêmes est ou bien fixé sur le LIBOR par ceux qui leur avancent des fonds, ou bien, dans la pratique, se rapproche en tout cas davantage de celui-ci que du taux des *Treasuries*, les obligations d'État américaines, notamment du fait que les autorités ont cessé d'émettre des *notes* – des bons du Trésor à un an. Le fait que le LIBOR reflète le loyer de la dette pour les banques elles-mêmes a encouragé ces dernières à indexer les prêts qu'elles consentent sur lui plutôt que sur les *Treasuries* ; à cela s'ajoute le fait que les instruments de dette qu'elles émettent, en particulier les *residential mortgage-backed securities*, adossées à des prêts immobiliers, trouvaient de plus en plus souvent preneur

sur les marchés internationaux, et que les opérations de « couverture » du risque de taux qu'elles présentent s'effectuaient plus aisément dans ce contexte.

Pour comprendre la suite des événements, il faut se rappeler que moins on vous fait confiance, plus le taux qu'on exige de vous lorsqu'on vous prête est à l'évidence élevé. Il faut savoir aussi qu'un taux LIBOR pour une maturité – une durée particulière – de six mois, par exemple, est calculé de la manière suivante : on demande à seize banques quel taux est exigé d'elles lorsqu'elles empruntent pour cette durée sur le marché des capitaux ; on élimine alors les quatre valeurs les plus élevées de la liste, ainsi que les quatre taux les plus faibles, et on calcule la moyenne des huit taux médians. Le *Wall Street Journal* en offrait un exemple que je reproduis ci-après ; il s'agit du LIBOR de maturité trois mois, publié le 16 avril 2008.

BANK	3-MO.RATE
HBOS	2.76000%
Credit Suisse	2.75000
Bank of America	2.75000
Norinchukin Bank	2.74000
J.P. Morgan Chase	2.74000
Bank of Tokyo-Mitsubishi	2.74000
Barclays	2.73000
Westdeutsche Landesbank	2.73000
USB AG	2.73000
Lloyds	2.73000
HSBC	2.73000
Deutsche Bank	2.73000
Royal Bank of Scotland	2.72500
Royal Bank of Canada	2.72500
Rabobank	2.72000
Citigroup	2.72000

Calculating Libor

A look at how Wednesday's London interbank offered rate was calculated :

Between 11 and 11:10 a.m. London time, the 16 banks at left report the rates they charge other banks to borrowmoney.

Wednesday's three-month U.S.dollar Libor :

2.73375%

The two center quartiles are averaged, and the day's Libor rate is published at about 11:30 a.m.

Sources : British Bankers' Association; Reuteurs via WSJ Market Data Group

En avril 2008, la presse se fit l'écho d'une suspicion grandissante vis-à-vis du LIBOR au sein même du monde financier : certaines banques se plaignaient que d'autres trichaient à la baisse, autrement dit citaient des taux plus bas que ceux qui étaient réellement exigés d'elles. Le résultat, c'est que les taux LIBOR publiés étaient plus faibles que ceux réellement pratiqués.

La nouvelle était plutôt positive pour les consommateurs puisque, comme je viens de le dire, les taux qui leur sont consentis sont le plus souvent indexés sur le

LIBOR. Mais pourquoi une banque mentirait-elle à la baisse ? Parce que, si les autres ne lui font plus confiance, elles augmentent le taux qu'elles exigent d'elle. Une banque pourrait donc mentir à la baisse pour tenter de cacher le fait que les autres ont cessé de lui faire confiance...

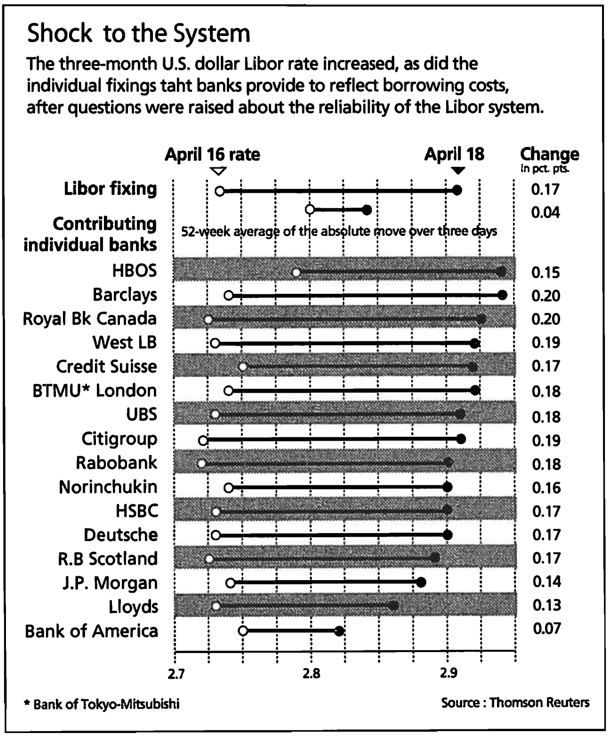
Le mode de calcul du LIBOR est, comme on l'a vu, relativement bien protégé contre les manipulations : en ignorant les quatres données les plus élevées et les quatres plus faibles, le système peut à la limite s'accommoder de 50 % de menteurs tout en restant fiable. Évidemment, si personne ne fait plus confiance à personne, tout le monde aura intérêt à mentir, et les taux LIBOR publiés ne voudront plus rien dire !

Attachons-nous maintenant aux détails. D'abord, d'où émanaient les plaintes ? Selon le *Wall Street Journal*, Paul Callelo, le PDG de la banque d'affaires du groupe Crédit suisse, aurait déclaré : « Nous ne pouvons continuer à baser un nombre considérable d'opérations de produits dérivés sur un indice dont la crédibilité serait en cause. C'est là une situation sérieuse qu'il s'agit de résoudre. » Le Crédit suisse est l'une des rares banques qui ont réussi à tirer leur épingle du jeu dans la crise des *subprimes*. Dans l'exemple extrait du *Wall Street Journal*, le Crédit suisse est le numéro deux en partant du haut. Il s'agirait donc d'une banque qui s'en est relativement bien tirée, mais dont on aurait pourtant exigé un des taux les plus élevés pour une maturité de trois mois...

Ensuite, qui vient tout en bas de la liste ? Citigroup, l'ex-numéro un des banques commerciales américaines, rétrogradée aujourd'hui au 4e rang après Bank of America, JP Morgan Chase et Wells Fargo. En mai 2008, les pertes cumulées de Citigroup liées aux *subprimes* étaient évaluées à 40,9 milliards de dollars. Au vu des résultats récents de Citigroup, on aura compris la question que les autres banques devaient se poser à son propos : « Comment est-il possible qu'une banque dans la situation précaire où se trouve aujourd'hui Citigroup soit celle à qui ses consœurs accorderaient le plus confiance ? » La Banque d'Angleterre et la British Bankers' Association, qui s'assurent du bon fonctionnement du LIBOR calculé chaque jour par Reuters, promirent d'éliminer de la liste des seize tout tricheur pris la main dans le sac. Le nom des membres du comité chargé de l'examen des données qui venaient d'être soumises fut tenu secret pour éviter qu'ils ne deviennent la cible de lobbies.

Le diagramme suivant fut publié dans le *Wall Street Journal* du 19 avril : c'est l'évolution des taux LIBOR trois mois entre le mercredi 16 et le vendredi 18 avril. Le taux a grimpé de 0,17 % en deux jours. Rien ne s'est passé entre-temps, hormis la déclaration mentionnée plus haut de la British Bankers' Association affirmant que les menteurs seraient punis. Il faut comparer le saut opéré en deux jours : 0,17 % ; et l'écart constaté le 16 avril (à valoir pour la journée du 17) entre les diffé-

rents taux communiqués par les seize banques dont le chiffre est combiné dans le LIBOR trois mois : 0,04 % – la situation que j'évoquais plus haut. HBOS annonçait alors le taux le plus élevé, avec 2,76 %, et Citigroup le plus bas, avec 2,72 %. L'écart entre elles était devenu minime par rapport au réalignement observé sur deux jours. C'était donc clair : ils avaient tous menti.



Tout le monde mentait, ce qui semble suggérer qu'effectivement plus personne ne faisait confiance à

personne et que chaque établissement se voyait demander par chacun des autres un taux beaucoup plus élevé qu'il n'osait l'avouer. C'est ce qui faisait dire avec beaucoup de perspicacité à un ami : « Pourquoi les banques ne communiquent-elles pas le taux qu'elles exigent des autres, plutôt que celui qu'on leur consent ? » Sous-entendu : « cela leur éviterait de mentir ! » Il y avait là une entente tacite, et elle aurait sans doute survécu à ce renversement de perspective si la peur de la punition, et de l'opprobre, n'avait prévalu.

Les 0,04 % qui séparaient les taux cités par HBOS et par Citigroup le 16 avril apparaissaient comme une peccadille, comparés aux 0,17 % du réalignement opéré en deux jours : en biaisant le chiffre, chacun cherchait à cacher la difficulté qu'il avait à obtenir du financement, autrement dit s'évertuait à dissimuler sa précarité actuelle.

Qu'est-ce qui garantit alors que les chiffres publiés le 18 avril aient été les bons ? En fait, rien : les banques en étaient peut-être encore toutes à tâter le terrain et à s'observer l'une l'autre. Certains analystes affirmaient à cette époque que le véritable niveau était encore de 0,3 à 0,4 % plus élevé que celui annoncé, et que la moitié du chemin restait à parcourir pour atteindre la vérité des taux. Une chose était sûre, en tout cas : lorsque la vérité aurait été rétablie, les efforts qui venaient d'être consentis par les banques centrales en faveur des consomma-

teurs en baissant leurs taux à court terme auraient été réduits à néant : si le LIBOR trois mois gagnait 0,17 % en deux jours, celui à six mois gagnait en effet 0,33 % sur la semaine écoulée. Or c'est sur ce LIBOR six mois qu'est indexé aux États-Unis le taux des prêts hypothécaires 2/28 ARM, plus connus sous le nom de *subprimes*...

Les credit default swaps

Un *credit default swap* (CDS) est un type d'assurance contractée à titre privé où le vendeur du *swap* est l'assureur, et l'acheteur, l'assuré. Le vendeur remboursera à l'acheteur les pertes que ce dernier viendrait à subir du fait de la défaillance d'un tiers. Pour bénéficier de ce service, l'acheteur du *swap* verse au vendeur une prime dont le montant est déterminé par le marché en fonction du risque de perte tel qu'il est alors perçu. Divers éléments permettent aux acteurs en présence d'évaluer la valeur approximative de cette perte éventuelle : l'estimation combine la probabilité en soi du sinistre et le montant de la perte en cas de sinistre – en anglais : *loss given default*, perte en raison d'un défaut, ou *severity*, sévérité (de la perte).

Le montant global des CDS contractés aux États-Unis se montait, début septembre 2008, à 62 000 milliards de dollars, un chiffre proche du total atteint alors par les

dépôts bancaires à l'échelle mondiale. Le montant était tombé à la fin du mois à 54 600 milliards en raison de la réconciliation et consolidation de nombreuses positions. L'instrument avait été mis au point dans les années 90 par JP Morgan, qui demeurait à cette époque le principal acteur de ce marché avec un chiffre de 7 000 milliards de dollars. Citigroup le suivait avec 3 200 milliards, et Bank of America avec 1 600 milliards de dollars. Les *hedge funds* – les fonds d'investissement spéculatifs – représentaient 31 % de ce marché, et les *monolines*, les rehausseurs de crédit, 8 %.

Les CDS ont joué un rôle considérable dans la constitution de ce qu'on appelle les produits financiers « synthétiques » (le mot « synthétique » ayant ici sa signification habituelle de « créé de toutes pièces en vue de reproduire l'équivalent d'un produit naturel »). La raison de la vogue des produits synthétiques est qu'il est très aisé d'utiliser le principe de l'assurance pour mimer tout processus pouvant déboucher sur un gain. Prenons l'exemple de l'achat d'une action d'une société cotée en Bourse. Si j'achète une action à un prix *x* et que ce prix augmente ensuite, je bénéficie de ce gain. Si je m'étais abstenu d'acheter un tel titre, mais si j'avais contracté une assurance qui me rembourse de la « perte » que j'estime subir du fait que le cours de l'action de cette société grimpe, j'aurais reconstitué « synthétiquement » un produit financier présentant le même rendement (moins le

montant de la prime) que celui d'une action d'une société, sans jamais en avoir acheté aucune. Le montant de la prime constitue bien entendu une charge ; cela dit, dans le cas des CDS, divers avantages fiscaux et de présentation des chiffres au bilan compensent largement cette dépense supplémentaire.

Ainsi, les CDS furent utilisés pour créer des *collateralized debt obligations* (CDO) synthétiques. Au lieu d'être constitués, comme les CDO proprement dits, de « tranches » d'*asset-backed securities* (ABS) regroupées en un seul instrument, les CDO synthétiques étaient des CDS *mimant* le comportement des CDO. De même, les ABX, dont il a été longuement question dans mon livre *L'Implosion* (pages 108-133), du fait que leur cours servit de baromètre de la crise des *subprimes* à ses débuts, étaient des CDS qui assuraient leur acheteur contre les pertes hypothétiques subies par un indice représentant un panier d'ABS adossés à des prêts *subprime*. Les CDS portant sur des indices financiers et des instruments de dette représentent à peu près la moitié de leur marché [1].

Présentant l'aspect extérieur d'une assurance contre un risque de contrepartie dans des opérations financières, mais ne nécessitant pas que l'acheteur du *swap* soit véritablement exposé à ce risque, ces CDS ne

1. Cela est bien entendu dit ici beaucoup trop rapidement, et le lecteur que la question intéresse pourra se reporter aux passages mentionnés de mon ouvrage précédent.

constituent en réalité que des paris « directionnels » à but spéculatif. Dans la période qui précéda la crise des *subprimes*, les établissements financiers recoururent jusqu'à plus soif à de tels paris relatifs à leur bonne santé et à la qualité des produits financiers qu'ils émettaient : le montant total des contrats représentait environ dix fois les pertes qui seraient effectivement encourues en l'absence de tels paris ; les CDS ont ainsi multiplié artificiellement par dix le risque réel qui préexistait à leur création.

Au moment où la crise éclata, les établissements financiers se retrouvèrent englués dans la toile d'interdépendance que les *credit default swaps* avaient créée entre eux, interdépendance qui contribuait à fragiliser la partie du système financier qui demeurait encore saine, du fait que la chute de l'un d'entre eux était susceptible de se répercuter alors à l'ensemble de ceux avec lesquels il était interconnecté, créant un risque systémique d'« effet dominos ».

Nous avons vu, à propos de la banque d'affaires Bear Stearns et de son sauvetage par la banque commerciale JP Morgan Chase grâce au soutien financier de la Federal Reserve, que certains commentateurs désabusés avaient fait observer qu'il s'agissait en l'occurrence peut-être davantage d'un sauvetage de JP Morgan Chase, l'établissement financier le plus exposé à une éventuelle défaillance de Bear Stearns, elle-même active

sur le marché des CDS avec une exposition à ces instruments se montant à 1 900 milliards de dollars en raison de l'écheveau de *credit default swaps* portant sur cette dernière et dont JP Morgan Chase aurait été le garant « en dernière instance », une fois démêlé l'écheveau de responsabilités entrelacées. Le 2 avril, Ben Bernanke, président de la Fed, déclarait devant le Congrès : « La faillite soudaine de Bear Stearns aurait débouché sur un débouclage chaotique de positions sur ces marchés. Elle aurait aussi jeté la suspicion sur les positions financières de certaines parmi les milliers de contreparties de Bear Stearns. » La faillite de Bear Stearns aurait de fait forcé au débouclage de l'ensemble des CDS dont elle faisait l'objet, c'est-à-dire à la réconciliation des positions de l'ensemble des établissements qui s'étaient engagés dans de tels contrats, l'insolvabilité de l'un des vendeurs pouvant alors se répercuter tout au long de la chaîne.

Ce qui inquiétait surtout les autorités, c'était l'opacité et la fragilité du marché des *credit default swaps*, ces contrats étant conclus de gré à gré entre établissements sans que les positions dussent être rendues publiques, et sans qu'aucune autorité ne fût chargée de s'assurer que le vendeur de *swap* disposait réellement des moyens financiers qui lui permettraient, le cas échéant, de s'acquitter de ses obligations. Les propos d'un patron de fonds spéculatif vendeur de CDS et ayant dû s'acquitter d'un tel paiement, qui avait déclaré à la presse qu'il « avait été eu », n'étaient pas faits pour les rassurer.

L'existence d'un risque systémique était donc connue, mais sans que son ampleur éventuelle pût être mesurée. En conséquence, sitôt après le sauvetage de justesse de Bear Stearns, en mars 2008, les régulateurs entreprirent de faire pression sur les établissements faisant commerce de CDS pour qu'ils se concertent dorénavant en vue d'assurer une plus grande transparence du marché. L'option la plus naturelle consistait dans la mise sur pied d'un marché organisé par le truchement duquel les parties traiteraient désormais, une « chambre de compensation » se chargeant alors de mettre les parties en présence, collectant sur des comptes individuels les *marges* servant de provisions, réconciliant ces comptes en fin de journée, et assurant la publicité des opérations.

Un marché organisé permettrait à chacune des parties engagées de savoir avec précision qui contracte avec qui, et, simplifiant du fait même les positions, encouragerait les contractants liés « en bout de chaîne » à traiter directement l'un avec l'autre, éliminant les intermédiaires qui ne contribuent qu'à accroître la fragilité de la chaîne en y introduisant sans nécessité des maillons supplémentaires.

Les vendeurs de CDS résistèrent initialement à ces pressions, les contrats de gré à gré leur permettant – lorsque les acheteurs sont mal informés – de percevoir des commissions et des frais artificiellement gonflés. Autre facteur contribuant à leur manque d'enthousiasme : la concurrence entre les marchés organisés déjà

existants, en particulier les marchés à terme, tout disposés à étendre leur emprise sur le marché des CDS, et les acteurs traditionnels de ce marché : banques d'affaires et grandes banques commerciales américaines et européennes déterminées à défendre leurs manières de faire habituelles. Ces dernières s'accordèrent pour créer Clearing Corp., un marché organisé des *credit default swaps*, dont la naissance était prévue pour septembre 2008. Priorité serait donnée à une réduction du volume total des contrats en réconciliant « multilatéralement » les positions s'annulant en bout de chaîne.

Le rachat de Merrill Lynch, le dimanche 24 septembre, suivi de la faillite de Lehman Brothers, le lendemain, ainsi que la reprise en mains par le gouvernement américain de la principale compagnie d'assurance du pays, American International Group (AIG), le surlendemain, prirent de court les parties impliquées dans la mise sur pied de Clearing Corp. Tous cependant n'avaient pas cru à la viabilité du projet : le 8 mai, AIG précisément avait pris les devants en passant aux profits et pertes un portefeuille de CDS dont elle était l'acheteur, pour un montant de 9,1 milliards de dollars. Ceci ne l'empêcha pas bien entendu d'être, elle aussi, prise au dépourvu.

Un commentateur sur un blog financier faisait observer, à propos des CDS, qu'il ne s'agit jamais, avec eux, que de « probabilités conditionnelles » dépendant de

manière cruciale du fait que le marché soit encore opérationnel lorsque les défaillances viendront à se manifester. « Comment imaginer, disait-il, que Goldman Sachs étant en défaut de paiements, Lehman Brothers [dont les difficultés à l'époque ont été rapportées plus haut] puisse me verser les sommes qu'il me doit sur les CDS qu'il m'a vendus ? Pas [...] très probable ! »

Les notateurs de crédit

Standard & Poor's, Moody's et Fitch sont les trois principales agences de notation ou notateurs – en anglais *rating agencies*, ou, selon leur titre officiel aux États-Unis : les Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO). Les notateurs sont rétribués pour leur capacité à attribuer des notes exprimant le risque de contrepartie que constituent des emprunteurs institutionnels, ainsi que le risque de non-remboursement d'instruments de dette spécifiques. Ce « risque de crédit » est distinct et indépendant de tout « risque de marché » attaché à des instruments de dette, à savoir leur dépréciation due aux fluctuations des taux d'intérêt ou à la spéculation.

Aux États-Unis, le risque de crédit que présentent les consommateurs individuels est également évalué, mais par des organismes distincts : les Credit Bureaus, qui leur assignent une notation dont la plus connue est le FICO score, la cote FICO.

Le risque de crédit peut dépendre directement de la solvabilité de l'institution emprunteuse, État, autorité locale, fondation, firme, etc., qui se voit alors attribuer une notation « globale » portant sur l'ensemble des instruments de dette qu'elle émet, c'est-à-dire sur l'ensemble des dettes qu'elle contracte par le truchement de l'émission de titres. Dans le cas des instruments de dette « structurés » tels que les *residential mortgage-backed securities* américaines, le risque de crédit encouru par l'investisseur qui acquiert ces titres ne dépend pas uniquement de la solvabilité des consommateurs individuels dont la dette a été consolidée avec d'autres au sein de l'obligation, mais aussi de la façon dont celle-ci a été structurée, c'est-à-dire de la manière dont un mécanisme interne assigne les flux monétaires (les mensualités versées par les emprunteurs) à ses différentes parties ou « tranches », en termes de priorité dans le temps ou de subordination de certaines tranches (tranches « junior ») à d'autres (tranches « senior »).

À l'origine, les grades de crédit attribués par les notateurs se contentaient d'opérer un simple classement rangeant institutions et instruments porteurs de risque, des meilleurs aux moins bons. Si ces agences s'étaient cantonnées à produire, pour chaque catégorie de porteurs de risque qu'elles évaluent, un simple classement, leur réputation n'aurait pas eu tant à souffrir de la crise des *subprimes*. C'est en effet l'exigence qu'elles étendent

leur effort d'un classement relatif à un classement absolu, exprimant le risque par un pourcentage ou par un chiffre exact exprimé dans une devise, qui a été la cause de leur perte. Cette nouvelle exigence émanait du gouvernement américain, qui imposa à certains types d'établissements « sensibles » à vocation collective, comme les compagnies d'assurances ou les fonds de retraite, de n'investir que dans un certain type de produits financiers qualifiés d'*investment grade*, c'est-à-dire habilités à constituer un investissement.

Cette exigence d'une évaluation individuelle, « hors contexte », était par nature *particulariste* : elle niait la possibilité – pourtant historiquement attestée – que la performance d'une entreprise soit essentiellement liée à celle du secteur dont elle relève, ce qui aurait eu pour implication que la notation s'attache avant tout à évaluer la santé de ce secteur dans son ensemble avant de se tourner vers des cas particuliers.

Cette conviction que le destin de chacun, individu, entreprise ou institution, lui est propre, sans refléter d'abord les propriétés collectives d'un groupe, est bien entendu typiquement américaine : on la retrouve à la base de l'*individualisme méthodologique*, postulat fondamental de la « science » économique produite aux États-Unis selon lequel aucun effet économique ne s'observe qui ne puisse être expliqué comme la somme des comportements individuels. Il n'est pas à exclure qu'il

s'agisse là d'un trait de mentalité propre à l'ensemble des pays de colonisation : la conviction d'un immigrant que le succès de son entreprise solitaire et ardue ne dépend que de lui est peut-être la condition sine qua non de sa réussite ; sans elle, son aventure serait envisagée par lui au sein d'un cadre plus vaste et nécessairement plus intimidant, alors que le particularisme ramène le projet entier à la volonté propre : à la détermination personnelle dont chacun est convaincu, en son for intérieur, que la sienne est inébranlable.

Si les prévisions des agences de notation, associées aux grades de crédit qu'elles décernent, restaient d'un rendement passable pour les produits classiques, elles se révélèrent calamiteuses dans le cas des *produits structurés*, au premier rang desquels se trouvaient les *residential mortgage-backed securities*, et plus particulièrement les *asset-backed securities*, titres adossés pour certains à des prêts hypothécaires *subprime* – dont la viabilité reposait uniquement sur une hausse constante du prix de l'immobilier résidentiel.

Alors que la qualité des instruments de dette classiques repose sur la solvabilité de leur émetteur, dans le cas des produits *structurés*, la qualité que la notation exprime est déterminée par la bonne résistance du produit à des « tests de stress » lors de simulations mettant en scène divers scénarios reproduisant des situations extrêmes observées par le passé. Dans le cas des *collate-*

ralized debt obligations (CDO), produits composites créés, comme je l'ai dit, à partir de « tranches » d'ABS recombinées, l'évaluation du risque global est calculée à partir de la notation individuelle de chacune de ces tranches.

La crise força les notateurs à revoir – parfois en catastrophe – les grades de crédit attribués à de vastes collections d'instruments de dette et à opérer des dégradations le plus souvent de plusieurs crans d'un coup. Une proportion importante des ABS de grade AA et A (la meilleure qualité correspondant à AAA) se retrouvèrent ainsi rétrogradée au-dessous de l'*investment grade*, dans la catégorie que l'on appelle familièrement *junk*, autrement dit « camelote ».

La qualité des modèles utilisés par les agences de notation

La réputation des notateurs souffrit énormément des dégradations massives qu'ils eurent à opérer. Diverses commissions furent mises en place pour tenter de déterminer ce qui avait conduit à ces révisions. La Securities and Exchange Commission (SEC), l'autorité de tutelle des marchés financiers américains, rendit ses conclusions le 7 juillet 2008 [1].

1. SEC, « NRSRO Examination Report », juillet 2008.

Le rapport qu'elle publia faisait allusion aux déficiences que je viens d'évoquer dans les termes suivants :

« ... les données historiques disponibles relatives à ces instruments avaient été enregistrées dans un contexte économique très favorable. En particulier : un climat de croissance économique forte, des taux d'intérêt à leur niveau historique le plus bas, une volatilité très faible de ces taux d'intérêt, et une période où le prix de l'immobilier résidentiel augmenta d'année en année de manière constante. Les discussions avec les agences de notation incluses dans l'enquête, ainsi que les documents qu'elles fournirent, mirent en évidence que les paramètres des modèles étaient très rarement réestimés sur la base de données remises à jour » (page 35).

Le rapport révèle incidemment au lecteur que les modèles utilisés par les notateurs dans leurs simulations sont beaucoup moins sophistiqués, dans l'ensemble, que ceux utilisés par les émetteurs d'instruments de dette notés par les agences. La raison de ce déséquilibre s'explique probablement par les salaires beaucoup plus élevés que les établissements financiers accordent à leurs ingénieurs financiers, et qui leur permettent de recruter les meilleurs éléments...

J'ai eu l'occasion d'expliquer, dans *L'Implosion* (pages 142-144), la raison pour laquelle les modèles utilisés par les agences de notation ne sont que médiocrement prédictifs. L'évaluation des prévisions ne repose

pas sur le *back-testing*, la comparaison a posteriori entre les résultats effectivement observés et les prévisions dont ils avaient fait l'objet (lorsque de telles comparaisons sont faites, les résultats sont généralement très décevants : un modèle prédictif générant des prévisions qui se révélèrent exactes dans plus de 35 % des cas est jugé excellent), mais plutôt sur l'examen statistique de prévisions passées sur la longue durée, où le fait que des périodes de prévisions au rendement extrêmement médiocre ont succédé à des périodes de prévisions au rendement exceptionnellement bon est gommé, ce rendement étant alors agrégé en un chiffre unique qui apparaît comme satisfaisant. Cette alternance de bons et de mauvais rendements trahit bien sûr l'incapacité de ces modèles à cerner le fait que j'ai mentionné plus haut, à savoir que la bonne santé des émetteurs d'instruments de dette dépend essentiellement de celle de leur secteur d'activité.

Dans le cas de la notation des CDO, les modèles utilisés par les agences font intervenir un nombre très réduit de variables, dont la notation des tranches d'ABS entrant dans la composition des CDO, la durée de vie du produit, le pays émetteur et les corrélations entre les secteurs dont relèvent ces tranches, à savoir prêts hypothécaires, prêts étudiants, prêts automobiles, dettes sur carte de crédit, etc. L'invocation des coefficients de corrélation intervient dans le cadre d'une théorie écono-

mique classique, celle dite du « portefeuille », de Harry Markowitz, qui suppose que moins les comportements des instruments financiers qui constituent un portefeuille sont corrélés (en somme, plus il est « diversifié »), moins il est exposé au risque. Or le calcul d'un coefficient de corrélation entre deux processus requiert un très grand nombre de données pour que le chiffre soit significatif d'un point de vue statistique, et repose donc sur l'examen de leur comportement sur de longues périodes. Une implication immédiate en est qu'un changement de corrélation entre deux instruments financiers ne deviendra visible qu'avec un retard considérable. Un changement de régime à l'intérieur d'un ou de deux secteurs dont l'instrument de dette relève demeurera, du coup, longtemps caché, et, durant toute la période au cours de laquelle s'accumulent les données reflétant ce changement de régime, la corrélation ou l'absence de corrélation entre eux sera incorrectement évaluée.

Les modèles utilisés par les agences de notation pour l'évaluation des CDO ne présentent donc un rendement acceptable que si le comportement des tranches d'ABS qui les composent n'évolue que de manière extrêmement lente, ce qui n'est nullement le cas dans le cadre de la finance contemporaine. Les méthodes utilisées par les notateurs pour évaluer cette famille de *produits structurés* sont, en conséquence, particulièrement inadéquates.

Malheureusement, le rapport de la SEC ne parle absolument pas de la qualité des modèles utilisés par les agences de notation, et cela pour une raison légale : la SEC n'a pas compétence pour en juger. Le rapport rappelle en effet qu'« ... il est formellement interdit à la Commission de réglementer "la substance des notations de crédit ou les procédures et méthodologies" par lesquelles les NRSRO déterminent les notations de crédit » (page 31).

Cette interdiction résulte probablement d'un souci de neutralité : éviter que l'État ne soit à la fois juge et partie quand, d'une part, il impose à certaines institutions de ne placer leurs avoirs que dans des produits financiers dont l'*investment grade* est certifié et quand, d'autre part, il serait celui qui définit les méthodes permettant précisément d'attribuer ou de refuser cet *investment grade*. Cela signifie toutefois que, dans le contexte présent, nul n'a la responsabilité de définir les critères que doit remplir un modèle pour assurer correctement sa fonction : attribuer à un instrument financier une notation reflétant de manière adéquate le risque de crédit qu'il fait courir à son détenteur. Une commission chargée d'établir la validité de modèles financiers prédictifs ne manquerait pourtant pas d'attirer l'attention sur le contraste existant entre leur faible rendement et la confiance arrogante avec laquelle ils sont utilisés dans la pratique quotidienne.

Le rapport de la SEC concentre du coup son attention non sur la validité des modèles utilisés par les agences de notation, mais sur des questions déontologiques, en particulier sur le conflit d'intérêt résultant du fait que la notation, dont le bénéficiaire est l'investisseur qui acquiert l'instrument, est traditionnellement commanditée par celui qui l'émet. Sur ce type de questions, l'enquête de la SEC n'a en fait mis au jour que des peccadilles, comme le fait que certains analystes des agences de notation étaient informés des commissions perçues lors de certaines évaluations, ou que certains processus d'évaluation étaient insuffisamment documentés, etc.

Les tensions entre notateurs et firmes notées

Très révélateur des tensions auxquelles peut donner lieu le processus de la notation fut l'incident qui opposa un notateur, Fitch, à l'une des firmes évaluées : le rehausseur de crédit MBIA.

L'incident mit à mal l'idée reçue selon laquelle les intérêts de toutes les parties présentes sur un marché coïncident nécessairement. S'il est bien vrai que vendeur et acheteur gagnent à se découvrir l'un l'autre comme contrepartie éventuelle, la coïncidence des intérêts s'arrête là, puisque le vendeur cherche à vendre cher tandis que l'acheteur espère acheter bon marché. Si l'acheteur

s'en sort finalement à bon compte, cela ne résulte que rarement de la bonne volonté du vendeur, mais bien davantage de la pression que celui-ci subit du fait de sa concurrence avec d'autres vendeurs, pression qu'il endure à son corps défendant et comme un mal nécessaire.

Cette non-coïncidence entre l'intérêt des parties fut particulièrement remarquable et remarquée dans la querelle qui éclata le 7 mars 2008 entre MBIA et Fitch, et qui se poursuivit ensuite pendant plusieurs semaines. MBIA est l'un des principaux assureurs d'obligations, spécialité que les Américains appellent plus volontiers *monoline*, et les francophones, « rehausseur de crédit ». Fitch est l'une des trois principales agences de notation, filiale du groupe français Fimalac. Jusqu'en 2007, rehausseur de crédit et notateur vivaient en bonne intelligence. L'un attribuait à l'autre un grade de crédit pour l'ensemble de ses opérations, que ce dernier recherchait. On réalisa en 2008 que la bonne entente entre les parties venait essentiellement du fait que, jusque-là, les grades avaient généralement été bons. Le conflit éclata au grand jour quand s'opposèrent d'une part le souhait du rehausseur de crédit d'obtenir le grade le plus élevé possible, et, d'autre part, le souci du notateur d'apparaître impartial. Quand les notations se mirent à baisser, les rehausseurs rappelèrent que les frais de l'évaluation étant à leur charge, la notation ne devait avoir lieu que s'ils en exprimaient le désir. Or l'acquéreur éventuel de l'instru-

ment de dette souhaitait connaître le risque de crédit qu'il encourait indépendamment de l'envie de l'émetteur que ce risque fût évalué.

La simple logique voudrait bien sûr qu'un notateur soit indépendant de celui qu'il note, et que, pour cette raison même, l'évaluation lui soit commandée par ceux pour qui la qualité du crédit compte, à savoir ceux qui investissent dans les instruments de dette émis par une institution. Pour établir un parallèle : à quelle levée de boucliers n'assisterait-on pas, en effet, si, par exemple, l'association de consommateurs jugeant de la qualité des voitures était subventionnée par l'industrie automobile ? Or c'est précisément de cette manière-là que les choses se passent en finance : les émetteurs d'instruments de dette commandent aux notateurs l'évaluation du crédit des instruments qu'ils émettent. Les chamailleries qui éclatèrent en 2008 constituèrent à certains égards une bonne nouvelle pour les investisseurs, puisqu'elles confirmaient a posteriori que, comme l'avaient affirmé avec constance les notateurs au fil des années, l'existence d'un conflit d'intérêt n'avait pas pour autant entaché leur jugement.

La querelle éclata le 7 mars 2008 quand MBIA pria Fitch de cesser de noter certaines de ses filiales. Puisque MBIA rémunérait Fitch pour ce service, l'affaire aurait dû en rester là. Mais la donne avait été modifiée depuis que les notateurs étaient sur la sellette pour avoir

décerné des notations qu'ils avaient été obligés de revoir à la baisse au fur et à mesure que la santé de l'immobilier américain se dégradait, et ils entendaient désormais défendre plus activement leur réputation.

S'ils avaient été forcés de revoir les grades de crédit, c'est, nous l'avons vu, parce qu'ils avaient utilisé comme cadre de référence celui d'un monde idéalisé d'où les crises sont absentes, où les bons émetteurs de dette se voient décerner de bonnes notes, et les mauvais, de mauvaises notes, en fonction de leur seul mérite individuel. Les notateurs avaient accepté de travailler dans le cadre de représentations que leur proposaient les économistes partisans de l'*individualisme méthodologique*, non dans celui du monde réel où les contraintes collectives l'emportent souvent sur les particularités individuelles.

La nouvelle combativité des notateurs résultait de leur anticipation du jour où l'État américain imposerait par voie législative l'indépendance des notateurs vis-à-vis de ceux qu'ils notent. C'est ce qui explique pourquoi Fitch, frisant la mauvaise foi, répondit : « Non, non : nous continuerons de vous noter. Si c'est une question de prix, ne vous inquiétez pas : nous vous ferons ça pour rien ! » Sur quoi MBIA rétorqua : « Vous êtes bien aimable, mais nous nous sommes mal fait comprendre : on vous dit d'arrêter ! D'ailleurs, rendez-nous nos données ! » Et Fitch de répondre alors : « Nous n'avons pas

besoin de vos données : nous disposons d'une source indépendante, et cela ne nous interdira pas de vous noter ! »

Les notateurs s'abstinrent de donner le coup de grâce aux rehausseurs de crédit, mais recoururent à un subterfuge, publiant désormais, parallèlement à la notation optimiste qu'ils accordaient eux-mêmes, la notation *implicite* et beaucoup plus médiocre que leur décernaient les marchés par l'intermédiaire des *credit default swaps* (CDS). Ainsi, Ambac et MBIA, qui obtenaient d'eux un grade de crédit AAA, voyaient celui-ci assorti du *Caa1* implicite aux CDS dont ils étaient l'objet – notation située dans la partie basse de la catégorie *junk*.

Notateurs et autorités

Dans *The Great Crash – 1929*, Galbraith observe que, « dans l'ensemble, on ne tint pas rigueur à ceux qui proclamèrent durant le krach que le système était "fondamentalement sain". Le caractère rituel de l'expression était bien connu ; à l'époque, tout comme aujourd'hui, nul n'imaginait que tous ces porte-parole savaient si, oui ou non, le système était fondamentalement sain [1]. »

Une seule chose est sûre à ce sujet : les notateurs continuent à avoir intérêt à affirmer si telle ou telle insti-

1. Jonh Kenneth Galbraith, *The Great Crash, op. cit.*, page 94.

tution présente un risque de crédit pour ses contreparties, alors que l'intérêt des autorités – dont les ressources qui permettraient de tirer d'affaire les établissements financiers fondent comme neige au soleil – sera d'affirmer haut et fort que la finance et l'économie sont « fondamentalement saines ». Par définition, ces deux préoccupations, celle des notateurs et celle des autorités financières, ne coïncident pas.

Le krach boursier qui se profile à l'horizon

La Bourse américaine a amorcé en juillet 2008 une lente plongée dont rien n'exclut désormais qu'elle débouche sur un véritable krach. L'indice Dow Jones a perdu, entre mai et juillet, 13,8 % de sa valeur, et est retombé à son niveau d'août 2006. Le NASDAQ, le marché spécialisé dans les firmes de technologie, a plongé quant à lui de 9,6 % au cours du seul mois de juin, et de 15,1 % de janvier à juillet. Les agences de presse annoncèrent le 3 juillet que, avec plus de 20 % de baisse depuis leur pic d'octobre 2007, les marchés boursiers américains étaient désormais officiellement *bear* : baissiers.

Dans son rapport publié à Bâle le 1er juillet, la Banque des règlements internationaux (BRI), le régulateur des régulateurs du monde bancaire, affirmait qu'une panique sur le dollar n'était désormais plus à exclure : les nations

qui avaient pris l'habitude de se constituer des réserves en dollars pourraient décider de se dégager brutalement pour stopper l'hémorragie après avoir assisté, impuissantes, à une dépréciation de la devise américaine par rapport à l'euro de 14 % en un an.

La Bourse de New York a connu deux krachs : le premier en octobre 1929, le second en octobre 1987. Les krachs n'ont pas nécessairement grand-chose en commun, à part le fait que les prix baissent de manière catastrophique en raison d'un déséquilibre énorme entre le nombre de vendeurs potentiels et celui des acheteurs, devenus extrêmement rares. Un krach boursier est, dans le langage des physiciens, un événement « critique » : un système dynamique fonctionne de manière relativement stable à un certain régime, puis se trouve brutalement chuter à un autre régime où il recouvre une certaine stabilité [1].

Durant un krach, on observe, pour chacun des titres cotés, de longues périodes d'inactivité totale, suivies de la réapparition de transactions à un prix se reconstituant à un niveau bien inférieur au précédent, sans qu'aucune transaction n'ait eu lieu à des niveaux de prix intermédiaires, ce que les professionnels appellent un « trou d'air ». Comme les clients ont souvent laissé des ordres de vente

1. Voir à ce sujet l'excellent livre de Didier Sornette, *Why Stock Markets Crash. Critical Events in Complex Financial Systems*, Princeton University Press, 2003.

du type : « Vendez quand le prix *x* est atteint à la baisse », et que ce niveau a alors été complètement enfoncé, le marché tourne au chaos, les courtiers cherchant auprès de leurs clients la confirmation qu'ils sont toujours vendeurs, mais, cette fois, à un prix beaucoup moins élevé que celui que spécifiait leur ordre, voire « à n'importe quel prix », comme ce fut souvent le cas en 1987.

Les krachs de 1929 et de 1987 furent tous deux alimentés par les *appels de marge* : les ordres des intervenants étant garantis par un fonds de réserve personnel représentant une fraction (la « marge ») du montant des transactions, ce fonds s'épuise au fur et à mesure que les cours s'effondrent, et il est alors exigé de ces intervenants qu'ils le réapprovisionnent d'urgence, ce qui les force à vendre certains des titres qu'ils détiennent, poussant encore davantage à la baisse la cote de ces derniers. En 1987, dans un contexte similaire, les choses se compliquèrent encore en raison du développement entre-temps du marché des options et d'une stratégie dite de *program trading* (« opérations programmées »), permise par l'informatisation alors récente, qui met en œuvre une couverture des opérations que l'on passe en Bourse (achat ou vente), c'est-à-dire au comptant *(spot)*, par des positions prises en sens inverse sur le marché à terme (vente ou achat). Les délais entre opérations sur ces deux marchés conduisirent à des situations tout à fait paradoxales où le vendeur devait s'acquitter d'une prime substantielle pour avoir le

droit de vendre plusieurs semaines plus tard un paquet d'actions à un prix inférieur à celui qui s'affichait alors sur le marché au comptant.

On explique souvent les krachs par la « psychologie des foules » au sens donné à ce concept par Gustave Le Bon. Il s'agirait d'un effet de mimétisme : un bruit se répandrait parmi les acteurs présents sur les marchés : « Il faut vendre ! » ; et, chacun copiant son voisin, tout le monde vendrait sans que plus personne n'achète. Ce genre de comportement de foule s'observe sans doute chez les lemmings, voire chez les êtres humains en proie à la panique lors d'un désastre, mais, pour ce qui touche aux marchés boursiers, les krachs s'expliquent beaucoup mieux par un simple calcul économique : si tout le monde vend en même temps, c'est tout bonnement parce que le produit est soudain devenu une très mauvaise affaire. Pas besoin, pour cela, d'invoquer le « mimétisme », puisqu'il s'agit d'une constatation que chacun peut faire pour son compte sans se préoccuper de ce que pensent ou font les autres. Bizarrement, certains commentateurs expliquent ces situations en termes d'« incertitude du marché », or c'est le contraire qui est vrai : les krachs résultent du fait qu'une majorité d'intervenants sont *absolument certains* de la décision à prendre, en l'occurrence : « Vendre[1] ! »

1. Comme j'ai pu le montrer ailleurs à l'aide d'une simulation informatique : c'est au contraire l'incertitude qui permet aux marchés de conserver une certaine stabilité. *Cf.* Paul Jorion « Adam

Il existe un rapport – même s'il fluctue et est un peu « conventionnel » au sens de « résultant d'un consensus » – entre la valeur comptable d'une entreprise et son cours en Bourse. Si cette valeur devait être réévaluée à un niveau significativement inférieur à son niveau présent, cela se refléterait sur la cote de l'action, qui chuterait et subirait un krach individuel. Si de tels minikrachs avaient lieu simultanément sur un marché, disons à la Bourse de New York, celle-ci connaîtrait un krach. Pour que ces minikrachs soient simultanés, il suffit que les entreprises subissent toutes les effets d'une même cause, ou bien que leur santé financière soit interconnectée. Une cause commune pourrait être le fait que les budgets des ménages sont à sec, les salaires ayant tendanciellement baissé au cours des trente dernières années et les prix de l'alimentation montant en flèche en raison de la spéculation à laquelle se sont livrés aux États-Unis les fonds de retraite et les fondations universitaires, ou bien parce qu'ils ont pris l'habitude de doper le budget familial par l'emprunt : la valeur des logements ayant été mis en gage et celle-ci étant en train de fondre, cette source-là s'est tarie. Une autre cause affectant l'ensemble des consommateurs pourrait être l'augmentation du cours du pétrole, qui les ferait fuir en masse les

Smith's "Invisible Hand" Revisited », *Proceedings of the 1st World Conference on Simulation of Social Systems, Kyoto, August 2006*, vol. I, Springer Verlag, pages 247-254.

compagnies automobiles comme Chrysler, General Motors ou Ford, dont la gamme contient essentiellement des véhicules gourmands en carburant. Quant à l'interconnexion des entreprises, elle interviendrait par exemple si elles avaient parié entre elles sur leur bonne santé respective à l'aide d'outils financiers tels que les *credit default swaps* (dont le montant, rappelons-le, s'élèverait à quelque 62 000 milliards de dollars...).

Le 4 septembre 2008, le CAC 40 perdait 3,2 % de sa valeur, et le Dow Jones, 3 %. Aux États-Unis, on attribua une part de la responsabilité de cette chute à une rumeur : celle de la clôture du fonds spéculatif Atticus, rumeur faisant elle-même suite à la clôture – effective, celle-ci – d'un autre fonds, deux jours auparavant : Ospraie Management.

Ospraie n'avait pas vu venir le retournement de tendance sur le marché à terme des matières premières, et avait perdu en août 27 % de sa valeur. Atticus n'en était pas là, mais affichait toutefois des pertes du même ordre de grandeur depuis le début de l'année.

Trois processus principaux caractérisent les marchés financiers, tous trois prédisposés à l'emballement : les paris spéculatifs sur l'évolution des prix ; l'effet de levier qu'autorise le fait de jouer des sommes qui ont été empruntées, et qui démultiplie le risque de perte comme la chance de gain ; enfin, les produits dérivés qui permettent de créer « en miroir » un risque qui

n'existait pas à partir d'un risque existant : celui du produit *sous-jacent* à ce dérivé. Dans certaines configurations de marché, ces trois processus sont à l'œuvre et, par leur combinaison, génèrent à coup sûr le désastre.

La pression à la baisse s'était tout particulièrement portée sur les actions qu'Atticus possédait dans son portefeuille. Deux réactions d'intervenants sur le marché contribuèrent à précipiter la chute de leur cours : d'abord, ceux qui détenaient ces titres, craignant que le fonds ne se débarrasse des siens pour tenter de sauver sa peau, cherchèrent à les vendre avant qu'ils ne se déprécient ; par ailleurs, d'autres tentèrent de bénéficier de la baisse annoncée en vendant l'action à découvert (c'est-à-dire en vendant des titres qu'ils avaient préalablement empruntés). À propos de ces derniers, un commentateur cité par le *Wall Street Journal* en ligne faisait remarquer : « Les fonds d'investissement spéculatifs qui tentaient d'enfoncer Lehman Brothers et Bear Stearns s'en prennent maintenant l'un à l'autre. »

La performance des *hedge funds* américains est enregistrée depuis 1990, et, avec une perte moyenne de 3,43 % en septembre, 2008 s'annonçait comme leur plus mauvaise année. Une échéance intervenait à la fin de ce mois : les participants à certains fonds d'investissement spéculatifs devaient en effet décider s'ils confirmeraient ou non leur placement. Pour rembourser ceux qui se retireraient, les fonds qui avaient subi des pertes sévères

devaient vendre certains de leurs actifs. Vendre ceux qui sont dévalués ne leur serait pas d'un très grand secours, et la tentation serait alors grande – encouragée d'ailleurs par les régulateurs – de liquider les plus performants. Les intervenants qui observent le processus adopteraient l'une des deux attitudes que j'ai mentionnées précédemment : vendre leurs titres pour ceux qui en possèdent, vendre à découvert pour ceux qui n'en possèdent pas mais entendent bénéficier de la chute de leur cours. Il y aurait là un effet particulièrement pervers, la chute du cours des firmes les plus prospères venant s'additionner à la chute du cours de celles qui sont d'ores et déjà en mauvaise posture. Les conditions d'un krach semblaient donc réunies durant le mois.

Le krach sembla commencer le lundi 29 septembre, les bourses mondiales essuyant ce jour-là des pertes supérieures à 5 %, un mouvement déjà amorcé à la baisse se précipitant encore davantage à la suite du rejet par les congressistes américains du *bailout*, le plan de sauvetage du secteur financier mis au point par Henry Paulson. Le lendemain, cependant, la bourse rebondissait, « dans l'espoir d'un nouveau vote », affirmait la presse, mais plus vraisemblablement parce qu'il ne restait plus pour les fonds d'autre lieu où se placer : le rendement des instruments de dette à court terme était depuis plusieurs jours négatif tandis que les marchés à terme des matières premières étaient, eux, secoués par des mouvements désordonnés.

Bien sûr, un tel mouvement à la baisse peut toujours s'interrompre quand des « contrariants » anticipent un renversement de tendance, et, s'ils sont suffisamment nombreux, contribuent à le créer – la chose s'est observée sur les marchés à terme des matières premières au mois d'août 2008. Mais il arrive aussi que ceux qui croient au retournement de tendance ne se révèlent pas assez nombreux, et le mouvement se poursuit alors sans être interrompu.

Cela dit – les physiciens l'ont suffisamment démontré –, le moment où un krach, « événement critique », aura effectivement lieu est, quant à lui, imprévisible.

X

La rémunération en finance

Pourquoi les financiers gagnent-ils autant d'argent ?

Pour répondre à cette question, il faut d'abord distinguer trois groupes parmi les personnes qui travaillent dans le secteur de la finance. Tous ne gagnent pas autant, et ceux et celles qui gagnent beaucoup le font de manières très différentes. Je distinguerai donc ce que j'appellerai les « employés de type classique », essentiellement payés au fixe, les employés payés essentiellement à la commission, et, pour finir, les dirigeants de compagnies financières.

Les employés de type classique au sein des compagnies financières

Si je commence par le premier groupe, celui des employés de type classique, c'est que leur cas sera vite réglé. Ils constituent le personnel des départements assurant l'administration et la gestion d'une compagnie financière, et pour ce qui touche à l'activité des salles de marché, ce sont eux que l'on trouve au back-office et au middle-office, là où l'on enregistre et comptabilise les opérations et où l'on réconcilie les positions prises dans la salle de marché proprement dite, encore appelée front-office.

Ces employés touchent un fixe, et s'ils bénéficient souvent d'une prime de rendement, celle-ci dépasse rarement 15 % du montant de leur salaire. Cette prime est partiellement déterminée par leur performance individuelle, mais est indexée sur la rentabilité générale de l'entreprise. Or celle-ci ne dépend pas d'eux, leur activité n'ayant pas d'impact tangible sur elle. Les primes qui leur sont allouées sont donc faibles, essentiellement déterminées par l'activité hautement rentable de la salle de marché.

Les revenus de tous ces employés – qui constituent la majorité du personnel des compagnies financières – sont alignés sur ceux du secteur des services en général. Les financiers proprement dits, ceux qui gagnent « tant d'ar-

gent », travaillent, eux, soit dans la salle de marché en tant que commerciaux ou traders, soit dans les « bureaux au cinquième étage ».

Les employés de la salle de marché

Le personnel de la salle de marché touche un fixe, mais travaille essentiellement à la commission – appelée « partie variable » dans le cas des traders. Leur fixe correspond à leur niveau de diplôme et à leur expertise, et est en général du même ordre que celui dont bénéficient ceux que j'ai appelés les « employés de type classique ». Ainsi, le fixe annuel de Jérôme Kerviel était de 35 000 euros en 2005 et de 48 000 au moment où il fut licencié, en janvier 2008.

La raison pour laquelle les revenus annuels des commerciaux et traders sont parfois très élevés est que passent en général entre leurs mains des sommes considérables, et que même une commission d'un très faible pourcentage sur les plus-values qu'ils réalisent peut éventuellement se traduire par des montants très substantiels. La réponse à la question : « Pourquoi gagnent-ils autant d'argent ? » est donc décevante, parce qu'elle ne révèle rien de bien mystérieux et s'apparente à une question banale, comme : « Pourquoi les pêcheurs mangent-ils autant de poisson ? » La réponse étant : parce qu'ils bénéficient d'un accès privilégié à la ressource.

Rappelons-nous qu'au 31 décembre 2007 Jérôme Kerviel avait une position gagnante de 1,4 milliard d'euros et qu'une commission d'un dixième pour cent – de dix « points de base » – aurait encore représenté une prime de 1,4 million d'euros. Le « variable » de Kerviel avait été de 15 000 euros en 2005 et de 60 000 en 2006. Pour 2007, on lui offrait 300 000 euros, mais, d'après ses dires, il en espérait 600 000.

Les commerciaux

À la différence des traders, l'occasion n'est pas offerte aux commerciaux de perdre des sommes énormes. Leur fonction consiste à vendre des produits financiers émis par leur établissement, et, selon leur talent, ils en écouleront peu ou beaucoup. Lorsque, en mars 2008, Bear Stearns, à la dernière extrémité, fut reprise en catastrophe par la banque commerciale américaine JP Morgan, certains de ses commerciaux furent débauchés par des firmes rivales. Les chiffres qui furent alors cités sont représentatifs de la rémunération des commerciaux : ceux dont les bénéfices annuels dépassaient chez Bear Stearns le million de dollars étaient assurés de toucher en guise de prime à peu près la moitié de cette somme. On leur garantissait à la signature de leur nouveau contrat une prime égale au double de leurs revenus annuels chez leur ancien employeur. Cela dit,

tous les courtiers de Wall Street ne touchent pas autant d'argent, puisque nous apprenions aussi que le bénéfice annuel dans la profession était en moyenne de 700 000 dollars.

Les traders

À la différence des commerciaux, les traders mènent des opérations d'achat et de vente sur des marchés organisés tels que le marché boursier, celui des changes (on parle alors de cambistes) ou les marchés à terme *(futures)*. Ils négocient aussi de gré à gré des contrats dérivés tels que *swaps* de taux d'intérêt ou *credit default swaps* (couvertures sur défaillance). Toutes ces opérations sont susceptibles de déboucher sur des pertes considérables.

On a l'habitude, dans les milieux financiers, de caractériser la rémunération des traders comme étant l'équivalent d'un *call*, une option financière d'un certain type. Dans un *call*, l'acheteur obtient, en échange du versement d'une prime, le droit de bénéficier de la variation à la hausse d'un produit financier, sans cependant subir le risque de perte. De même, le trader perçoit une commission sur ses paris gagnants sans être pour autant pénalisé lorsqu'il essuie des pertes. « Sans être pénalisé » doit cependant s'interpréter comme voulant dire « sans être immédiatement pénalisé », puisqu'il ou elle

est remercié(e) après un certain nombre d'opérations perdantes.

Comme c'est essentiellement au trader que l'on pense lorsqu'on se pose la question : « Pourquoi les financiers gagnent-ils autant d'argent ? », entrons un peu dans le détail de sa rémunération et de la logique qui y préside du point de vue de la compagnie qui l'emploie.

Quitte à froisser les traders, disons que la proportion de leurs opérations – ou *trades* – gagnantes et de leurs *trades* perdants s'écarte rarement de 50 %. Cela pourrait conduire à penser que le bilan de leurs opérations doit être proche de zéro, ce qui n'est pas le cas : l'affaire demeure payante du fait qu'il existe une asymétrie entre gains et pertes grâce à la tactique nommée *trailing stop-loss*. J'en ai expliqué plus haut le mécanisme à propos des opérations passées par Jérôme Kerviel à la Société générale.

Si les banques s'y retrouvent dans l'ensemble, c'est que, comme je l'ai dit, les sommes en jeu sont énormes, alors que les commissions versées aux opérateurs correspondent à de faibles pourcentages. Voyons cela par une rapide illustration. Un trader touche en prime 0,1 % de ses gains. Il fait une opération gagnante de 1 milliard d'euros, suivie de cinquante *trades* perdants, après quoi il est licencié – scénario qui n'est pas inhabituel. Le *trailing stop-loss* était de 1 million. En moyenne, la perte par *trade* a été d'environ 1,5 million en raison de

l'impossibilité de déboucler sa position au niveau exact espéré. En sus de son salaire, le trader aura gagné, avant d'être licencié, 1 million. La banque, de son côté, a gagné 999 millions sur le premier *trade* et perdu cinquante fois 1,5 million, soit 75 millions, sur les suivants. Le trader a touché 1 million, et la banque, 999 – 75 = 924 millions. Tout le monde y a trouvé son compte !

Les patrons de la finance

Passons maintenant aux patrons des compagnies financières. Deux types de facteurs expliquent leurs hauts revenus : les premiers valent pour l'ensemble des dirigeants d'entreprise, tandis que les autres sont propres à la finance.

Adam Smith définissait le « prix naturel » d'une marchandise comme l'addition de la *rente* perçue par le rentier, du *profit* prélevé par le marchand et du *salaire* obtenu par le travailleur. À condition de moderniser un peu le vocabulaire en parlant d'*actionnaires* au lieu de rentiers, de *dirigeants d'entreprise* au lieu de marchands et de *salariés* au lieu de travailleurs, les trois catégories d'acteurs sont toujours celles entre qui les profits générés par le fonctionnement d'une firme sont redistribués.

Dirigeants d'entreprise et salariés

Lorsque les profits baissent en raison d'une contraction de l'économie, les trois catégories d'acteurs devraient être affectées dans la même proportion ; or ce n'est pas à cela que l'on a assisté depuis une soixantaine d'années : la part des actionnaires, et encore bien davantage celle des dirigeants d'entreprise, ont été protégées par les initiatives des banques centrales, et c'est la part des salariés, et elle seule, qui a été chargée d'absorber les « contractions ». En effet, au lieu de réagir à une augmentation de salaires par une réduction de la part des profits revenant aux actionnaires et aux dirigeants, ces derniers ont pris l'habitude de geler leur propre part et de répercuter cette augmentation essentiellement dans le prix de leurs produits. En résulte une inflation que les banques centrales combattent en recourant à l'arme classique de l'augmentation des taux d'intérêt à court terme. Comme ceux-ci se révèlent alors excessifs par rapport aux plus-values que l'économie peut effectivement générer, il en résulte une « contraction » des entreprises qui se matérialise par des pertes d'emplois contribuant à affaiblir la combativité des salariés dans leurs revendications. La délocalisation et la dé-syndicalisation ont constitué autant d'adjuvants à cette tendance générale.

Dirigeants d'entreprise et actionnaires

À cela s'est ajoutée la vogue des stock-options, qui offrent aux dirigeants d'entreprise une prime équivalant à l'application d'un coefficient multiplicateur à la plus-value du cours de l'action de la firme, sans affecter la rentabilité de celle-ci. Les stock-options offrent en fait aux dirigeants un moyen de détourner une partie importante des profits destinés aux actionnaires, l'attribution de ces options entraînant une dilution des actions de la firme et constituant, du coup, une simple ponction sur la part réservée traditionnellement aux investisseurs.

Autre facteur jouant dans la perte d'influence des actionnaires : le fait qu'un nombre croissant d'entre eux le sont par l'intermédiaire de SICAV, et qu'ils se désintéressent du rôle qu'ils pourraient jouer en tant que tels dans la gestion des entreprises. De plus, les fonds d'indices, qui se contentent de reproduire les résultats d'un indice boursier comme le CAC 40 ou l'indice Dow Jones par l'achat de « paniers d'actions » reproduisant cet indice, n'incitent pas non plus à l'activisme des actionnaires.

L'écart croissant entre la rémunération des employés et celle des patrons

Les dirigeants d'entreprise s'assurent toujours davantage la part du lion dans le partage des profits. Il en a

résulté que leur rémunération n'a pas cessé d'augmenter, et que l'écart s'est creusé entre la rémunération de l'employé moyen et celle du patron. À la fin du XIXe siècle, le fameux financier américain John Pierpont Morgan (1837-1913) aimait à justifier le fait qu'un patron gagne vingt fois plus que l'employé moyen de sa firme. En 2005, aux États-Unis, le même coefficient était passé à 160. Lorsque, en décembre 2001, la firme Enron, spécialisée dans le négoce de l'énergie, fit faillite, un fonds d'aide d'urgence à ses 4 500 employés fut créé, d'un montant de 5 millions de dollars. Un autre fonds avait été parallèlement créé dans le cadre de la procédure de redressement judiciaire, visant à retenir les dirigeants clés de la firme. L'un de ceux-ci reçut une somme du même montant : 5 millions de dollars, en échange de la simple promesse de ne pas quitter la firme dans les quatre-vingt-dix jours !

Les avantages acquis

Les dirigeants d'entreprise ont également découvert de nombreux moyens permettant que des gains circonstanciels se transforment en gains permanents. Il leur est aisé, par exemple, de se laisser porter par la vague en période faste, tout en protégeant leurs acquis dans les périodes difficiles. Ainsi, lorsque se développe une bulle boursière, la montée générale du cours des actions se

traduit par le fait que les stock-options leur assurent une simple rente, indépendante de la rentabilité de leur propre entreprise. À l'inverse, un excellent exemple de patrons ayant trouvé le moyen de protéger leurs acquis fut offert en mars 2008 par Washington Mutual, qui avait été l'un des leaders dans l'attribution de prêts hypothécaires *subprime* : la banque annonça en effet que le calcul des primes de ses dirigeants pour l'année 2008 n'inclurait pas le montant de certaines pertes liées aux prêts hypothécaires et aux saisies de logements, postes qui sont pourtant bien entendu au cœur de l'activité de la firme. La mesure avait été décidée, en respectant les formes, par le comité directeur de Washington Mutual, qui – selon l'usage – est essentiellement composé de dirigeants d'autres entreprises. La mesure fut cependant rapportée quelques mois plus tard sous la pression des actionnaires.

Contribuent à cette hausse asymétrique de la rémunération des patrons certains mécanismes unidirectionnels favorisant la surenchère. Ainsi, David Leonhardt, du *New York Times*, expliquait il y a quelques années que « les comités exécutifs s'assurent en général les services de consultants en matière de rémunération pour en déterminer le niveau cible. Il est cependant courant que le PDG lui-même travaille en collaboration étroite avec ces consultants pour mettre au point la proposition qui sera soumise au conseil. Les dirigeants l'approuvent le plus

souvent, soit parce qu'ils supposent que le PDG est le mieux à même d'évaluer sa compagnie, soit parce qu'ils sont eux aussi PDG et que leur rémunération est fixée par rapport à un barème défini pour l'ensemble des principales firmes américaines. Quelle est en effet la compagnie qui n'entend pas offrir à ses dirigeants des revenus "supérieurs à la moyenne", voire dans les 25 % supérieurs ? Ce système de surenchère tire bien entendu d'année en année le barème vers le haut [1] ».

Traits spécifiques au secteur financier

Pour ce qui est des facteurs spécifiques à la rémunération des patrons de la finance, il faut noter que ce secteur permet davantage que d'autres une distribution de bénéfices qui n'existent encore que sur le papier. Quand ceux-ci ne se réalisent pas selon le scénario optimiste qui avait autorisé la distribution de ces profits anticipés, les structures en place n'exigent pas la restitution des recettes distribuées prématurément. Ainsi, encore une fois dans le cas d'Enron, un projet de barrage en Inde qui devait déboucher sur un désastre financier pour la firme donna lieu, à sa signature, à la distribution de primes d'un montant de 54 et 42 millions de dollars à deux de ses dirigeants. La raison en était que la transac-

1. David Leonhardt, « Did Pay Incentives Cut Both Ways ? », *The New York Times*, 7 avril 2002.

tion était « cotée au marché », ce qui permettait de l'entrer comme recette au bilan au moment même de la conclusion de l'accord. Quand le projet tourna à la catastrophe – et selon l'usage –, les sommes ne furent pas restituées.

XI

Les malheurs de la « main invisible »

Les scandales financiers ordinaires

Dans *Vers la crise du capitalisme américain ?* (2007), je n'ai pas parlé seulement de l'immobilier : j'ai évoqué dans la première partie une série de scandales qui avaient secoué la Bourse américaine au cours des années 2002 à 2005. Il s'agissait, dans ces cas-là, d'infractions classiques, telles que délits d'initié, évaluations systématiquement favorables de la bonne santé de sociétés par des analystes dont les intérêts étaient liés à ceux de ces mêmes sociétés (le coût de la fraude, en pénalités et en ristournes ultérieures aux clients, devait s'élever pour les banques à 5 milliards de dollars), « comptabilité créatrice » des entreprises qui « bonifiaient » leurs bilans financiers grâce à de nombreux artifices, ou bien encore

emprunts grimés en ventes, dont la firme Enron s'était fait une spécialité. Dans *L'Implosion. La finance contre l'économie : ce que révèle et annonce la « crise des subprimes »* (2008), j'ai évoqué un scandale plus récent : le fait – mis au jour en 2006 à la suite de la découverte de configurations suspectes par un chercheur – que certaines compagnies avaient antidaté l'attribution de stock-options à leurs dirigeants ; la liste des firmes coupables devait rapidement s'allonger jusqu'à rassembler les plus grands noms, tels que Microsoft, Apple, Monster, McAfee ou United Healthcare (géant de l'assurance-maladie aux États-Unis).

Il s'agissait là chaque fois de malhonnêtetés « ordinaires », imputables seulement au fait que, comme le dit Jean-Michel Le Bot dans le commentaire qu'il rédigea à propos de *L'Implosion*, « la rationalité axiologique semble à peu près complètement absente chez les acteurs de la finance (comme si le contexte ou le champ produisaient des "idiots axiologiques"). [...] Certains contextes sociaux conduisent à une sorte de forclusion des raisons autres qu'utilitaristes, et notamment de la raison axiologique. »

La « raison axiologique » est celle qui est fondée sur un système de valeurs, et Le Bot attirait ainsi l'attention sur l'absence de références morales qui semble caractériser la finance. Comme nous l'avons vu, la crise globale qui secoue actuellement le secteur a cependant son fon-

dement ailleurs que dans ce qui serait, pour elle, une prédisposition « ordinaire » à la malhonnêteté : dans une crise systémique résultant de l'intrication de ses parties, toutes présentant la même vulnérabilité, n'offrant aucune résistance à la défaillance de celles auxquelles elles sont liées. La crise systémique n'a cependant pas immunisé la finance contre la malhonnêteté ordinaire, ou, pour reprendre les termes de Le Bot, contre la prévalance absolue, pour elle, des raisons *utilitaristes*.

La fin de Countrywide

Countrywide fut, à partir du milieu des années 90, la principale firme de financement de prêts hypothécaires aux États-Unis. J'y ai personnellement travaillé de 2005 à 2007.

Le 10 janvier 2008, Bank of America offrit de la racheter. Le geste précédait de moins de trois semaines un entretien entre dirigeants et actionnaires, prévu pour le 29 du même mois, où le bilan de la firme durant le quatrième trimestre de 2007 aurait été évoqué. Comme le disait alors un ancien collègue : « Ou bien ils annoncent la faillite, ou bien ils annoncent que tout va bien, et on les pendra un peu plus tard ! » – sous-entendu : quand il sera devenu patent que les comptes ont été trafiqués pour produire un chiffre optimiste.

La valeur du titre était tombée au plus bas, cotant à peine plus de 5 dollars, soit une perte de 88 % par

rapport à son plus haut niveau de 2007. Ce qui équivalait à comptabiliser les avoirs de la compagnie à 5 milliards de dollars, chiffre à rapporter aux 15 milliards de dollars auquel se montait en principe son portefeuille de crédits immobiliers. Le rapprochement des deux chiffres ne pouvait signifier qu'une chose : que ce portefeuille avait perdu, aux yeux des marchés financiers, les deux tiers de sa valeur. Une perte aussi considérable n'était cependant pas surprenante : si l'on excluait les prêts *subprime*, qui en constituaient environ un sixième, ce portefeuille était essentiellement constitué, d'une part, de HELOC (*home equity line of credit*), prêts « second lien » consentis sur la base du capital captif dans les murs du logement hypothéqué – dont la valeur recouvrable en cas de défaillance de l'emprunteur est considérée comme quasi nulle du fait de la priorité accordée aux créanciers du prêt principal, considéré, lui, comme « premier lien » –, et, d'autre part, de *pay-option ARM*, prêts à taux flottant « rendus abordables » dont 85 % des emprunteurs avaient choisi la formule la plus « économique » pour eux : celle consistant à ne verser comme mensualité que le « paiement minimal », soit une somme inférieure même aux intérêts courus – le passif étant ajouté au montant du principal encore dû –, recette infaillible, comme on l'imagine, pour un scénario catastrophe dans un contexte où, en parallèle, le prix de l'immobilier avait amorcé, à partir de la fin 2006, une plongée dont la courbe n'arrêtait pas de s'accentuer.

Bank of America était venue au secours de Countrywide, dans un premier temps, en août 2007, quand la première banque commerciale américaine lui avait consenti une injection de 2 milliards de dollars, soit un ballon d'oxygène d'environ 16 % du capital existant. L'accord prévoyait que Bank of America pourrait acquérir des actions de Countrywide au prix – alors privilégié – de 18 dollars. Avec un prix de l'action tombé à 5 dollars en janvier 2008, la banque était bien près de devoir considérer son investissement comme une perte sèche ; en rachetant au contraire Countrywide, elle se repositionnait et acquérait potentiellement les 17 % du marché du crédit résidentiel immobilier américain que la firme californienne représentait. « Potentiellement », puisque, entre-temps, le marché *subprime* s'était évaporé, que les *pay-option ARM* étaient menacés, et que la partie du marché « Alt-A » (*alternative A*), composée de prêts sans justificatifs de revenus – que la presse avait baptisés de « prêts pour menteurs » –, s'était elle aussi évaporée.

La presse de l'époque souligna qu'il aurait été préférable pour Countrywide que la firme eût été acquise au moment de l'accord avec Bank of America, en août 2007. Pour la firme, peut-être ; mais pas nécessairement pour Angelo Mozilo, son PDG, qui avait revendu progressivement la quasi-totalité de ses titres à un prix moyen de 36,5 dollars ; ni non plus pour Bank of Ame-

rica, qui rachetait 17 % du marché du crédit immobilier américain pour un prix battant toute concurrence. On pouvait même se demander si le scénario n'avait pas été mis au point selon la manière précise dont il allait se dérouler. Ce qui n'est pas à exclure : les rumeurs de contacts entre Bank of America et un tout petit carré de dirigeants de Countrywide couraient déjà sur les marchés au début de 2007 – et au sein d'un petit cercle d'initiés de la compagnie depuis bien plus longtemps encore.

Les actions intentées en justice contre Countrywide

Bank of America n'avait probablement pas prévu le nombre d'actions en justice qui furent alors intentées contre Countrywide, en particulier par les procureurs d'États américains agissant en tant que tels. Les motifs avancés dans ces plaintes sont révélateurs du climat qui s'était instauré, car ils dressent un catalogue assez complet de pratiques tout à fait communes dans l'industrie du prêt immobilier et sur lesquelles les régulateurs avaient pris l'habitude de fermer les yeux, tout particulièrement durant les huit années de l'administration Bush. Lorsque IndyMac, à l'origine filiale de Countrywide, et elle-même neuvième établissement de prêt immobilier, fut saisie par les autorités financières, en juillet 2008, le patron de l'Office of Thrift Supervision

(OTS), l'autorité de tutelle des caisses d'épargne américaines, John Reich, accusa le sénateur Chuck Schumer d'avoir été à l'origine de la panique bancaire qui précipita la chute de la banque. Le mois précédent, Schumer avait en effet adressé à l'OTS une lettre dans laquelle il mettait en question la solvabilité de la firme. Dans les semaines qui suivirent, les déposants d'IndyMac devaient retirer de leurs comptes courants et de leurs comptes d'épargne 1,3 milliard de dollars. La réponse de Schumer avait été cinglante : « Si l'OTS avait joué son rôle de régulateur et avait empêché IndyMac de poursuivre ses pratiques laxistes de prêt, nous n'en serions pas là où nous en sommes aujourd'hui. Au lieu de proférer des accusations de responsabilité injustifiées, l'OTS devrait se mettre en devoir d'empêcher que de nouveaux IndyMac ne soient créés. »

Les pièces d'une action en justice intentée par un groupe de fonds de pension américains contre Countrywide sont à cet égard révélatrices. Ce qu'affirme l'accusation est on ne peut plus convaincant, mais ce qu'avance la défense ne l'est pas moins ; tout dépend du point de vue que l'on adopte : celui de la réalité quotidienne des pratiques de l'industrie financière ou celui de la moralité même de ces pratiques. Que ces deux discours puissent se révéler convaincants n'est a priori pas surprenant, puisqu'il s'agit, dans l'un et l'autre camp, de plaidoyers rédigés par des juristes de tout premier ordre.

L'équité requiert pourtant que l'une des deux parties ait raison, et que l'autre ait tort. Or elles semblent avoir toutes deux raisons, mais de deux points de vue indépendants l'un de l'autre – « orthogonaux », comme on dit en mathématiques, c'est-à-dire qui se croisent sans doute, mais dans des plans différents. L'accusation affirme que les dirigeants de Countrywide se sont conduits de manière immorale vis-à-vis de leurs actionnaires, ce qui est indiscutable ; tandis que la défense avance que les faits qui leur sont reprochés sont banals : des comportements ordinaires dont on voit mal comment ils auraient pu être différents dans le contexte du monde des affaires, ce qui apparaît également vrai.

Le rapprochement des deux phrases semble déboucher sur la conclusion bien peu originale que « les comportements ordinaires au sein du milieu des affaires sont immoraux » ; la leçon implicite en serait qu'on s'en accommode en général fort bien en se disant que les intérêts d'une firme et ceux de ses clients sont par nécessité divergents, tout comme le sont aussi, de leur côté, ceux de leurs dirigeants, actionnaires et salariés. La contradiction n'apparaît en pleine lumière qu'en cas de difficulté majeure : dans les rares cas où les choses ont mal tourné sur le plan des affaires, et où, à défaut de pouvoir recoller les pots cassés, tous les regards convergent alors vers elle. La justice s'en mêle à son tour et oblige alors le juge et, le cas échéant, le jury à trancher

cette fois la même question de toujours : la banalité peut-elle sauver de l'immoralité ? Ignorer entièrement la banalité pour concentrer toute son attention sur l'immoralité crée la figure du bouc émissaire. C'est ce qui m'avait conduit autrefois, dans *Investing in a Post-Enron World* (2003), à me montrer plus compréhensif vis-à-vis des dirigeants d'Enron que la plupart des commentateurs. Ignorer au contraire entièrement l'immoralité revient à la banaliser et engendre un monde dangereux, privé de tout cadre moral de référence.

La fin d'IndyMac Bank

Dans *Investing in a Post-Enron World*, précisément, je cite à trois reprises Mike Perry, qui fut président-directeur général d'IndyMac Bank. Ces trois citations contiennent des extraits d'un entretien qu'il m'avait accordé. J'étais allé le voir parce que je nourrissais un grand respect pour la manière dont il menait son affaire.

IndyMac Bank, qui, en volume, était le neuvième organisme de crédit hypothécaire aux États-Unis, fut saisi le 11 juillet 2008. La Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), qui garantit les dépôts bancaires à hauteur de 100 000 dollars, intervint et prit possession de la caisse d'épargne au nom du gouvernement américain. IndyMac rouvrit le lundi 14 sous le nom d'IndyMac Federal Bank, mais la firme était désormais en

liquidation judiciaire. On compte que l'opération de remboursement des clients coûtera à la FDIC de 4 à 8 milliards de dollars, soit 7,5 à 15 % de ses réserves – ce qui permet de mesurer la faible marge de manœuvre dont dispose le gouvernement au cas où cette situation se reproduirait pour des établissements bancaires américains plus importants.

Si j'étais allé voir Mike Perry à l'époque où j'écrivais mon livre, c'est que j'avais travaillé à IndyMac de 1999 à 2002, et directement sous ses ordres à partir de 2001. Il avait décidé cette année-là d'introduire la norme « Six Sigma » dans sa firme : une norme industrielle développée conjointement aux États-Unis et au Japon, centrée sur une minimisation de l'erreur dans toutes les opérations, et il avait fait du recrutement de la première équipe l'objet d'un concours au sein de toute l'entreprise : les dix premiers en feraient partie et se verraient décharger de toute autre responsabilité.

Les dix finalistes devaient présenter un projet à la direction. Mike Perry m'avait interrompu, à un moment donné, pour faire taire quelques bavards au fond de la salle. Il les avait interpellés : « Hé, les gars ! Il faut écouter : il y a ici quelqu'un qui parle et qui comprend vraiment notre business ! » Cela m'avait fait très plaisir. À partir de ce jour-là, j'ai travaillé directement pour lui. Il m'appelait au téléphone et me disait : « Paul, je voudrais que tu fasses la chose suivante... »

Puis, un beau jour, j'ai été brutalement licencié. Mon supérieur immédiat m'a convoqué. Il était accompagné d'une représentante de la DRH. Je les ai suivis dans un petit bureau où ils m'ont informé que la firme avait décidé de se séparer de moi. Je ne les ai pas crus : je leur ai rappelé que je travaillais depuis plusieurs mois sur un projet pour le PDG, et que ce projet devait être parachevé le lendemain même. Ils m'ont dit : « Si, tu es licencié. » J'ai répondu : « Je ne vous crois pas », et j'ai ajouté : « Pour quelle raison ? » Ils sont restés silencieux, puis sont allés chercher un collègue dont ils savaient qu'il avait ma confiance, et lui ont expliqué la situation. Celui-ci a dit : « Je vais appeler Richard ! » – Richard Wohl était le numéro 2 d'IndyMac. Puis il est revenu, a prié les deux autres de sortir, et m'a confirmé la nouvelle : « Paul, c'est vrai ! » J'ai répondu : « Bon », et je suis parti.

Je ne comprenais pas : le projet sur lequel je travaillais était l'enfant chéri de Mike Perry, qui aurait voulu savoir en permanence combien de candidats à l'achat d'un logement remplissaient un formulaire de demande de prêt, combien voyaient leur demande agréée par IndyMac, combien fournissaient les documents justificatifs requis, combien voyaient leur requête acceptée et les fonds transférés au vendeur du logement ; il voulait comprendre la déperdition intervenue entre chaque phase du processus, et avoir aussi une idée du temps que

prenait chaque étape. Je lui avais fait cela de manière dynamique, l'ensemble des données étant remises à jour tous les soirs et immédiatement analysées. Mike Perry voulait que cette information soit accessible sur l'Intranet de la compagnie. Nous étions prêts : le lancement aurait dû avoir lieu le lendemain du jour où je fus licencié.

Rentré à la maison, j'étais abasourdi. Il me fallut plusieurs jours avant qu'une illumination soudaine me fasse comprendre ce qui avait dû se passer. Je me souvins d'une conversation téléphonique intervenue la veille de mon licenciement : mon supérieur immédiat m'avait appelé et m'avait demandé si l'analyse des données qui serait affichée sur l'intranet d'IndyMac pourrait être vue des membres de son conseil de direction. Je m'en étais enquis et l'avais rappelé pour lui confirmer qu'il existait une hiérarchie d'accès à l'écran qui excluait certains membres du personnel, mais que les membres du conseil de direction auraient bien évidemment le loisir de tout voir.

Au fur et à mesure que la date du lancement se rapprochait, je m'intéressais de moins en moins à l'information générée pour concentrer mon attention sur la fiabilité du processus d'analyse et d'affichage de l'information. Je me rendis soudain compte qu'il devait y avoir, parmi les chiffres qui seraient ainsi publiés, une information que les membres du conseil de direction

verraient, et que certains estimaient préférable qu'ils ne voient pas. Je me mis alors à éplucher les chiffres pour tenter de trouver où le bât blessait.

Je le découvris assez rapidement en examinant les rames de *print-outs* produites au cours des derniers jours. IndyMac était très fier de fonctionner à la manière d'un fédérateur, autrement dit, de ce que les demandes pour les prêts que la firme accordait proviennent de multiples sources : collectées par de modestes compagnies ou par des firmes dont le crédit immobilier constituait une activité annexe, voire par des courtiers indépendants. Mike Perry aimait à répéter : « Aucune de nos sources ne représente à elle seule plus de 5 % de notre financement du crédit au logement ! » Or ce n'était pas le cas : l'un des correspondants représentait en fait près du quart de la production. Il était là, ressortant de manière bien visible, tandis que les autres étaient effectivement très petits par rapport à lui, très loin derrière en termes de chiffre d'affaires.

Le nom de ce gros correspondant ne me disait rien : un nom sans visibilité aucune. J'ai recherché une trace de la compagnie sur Internet, et l'une des deux mentions que j'ai trouvées figurait dans l'un de ces documents qui ne se trouvaient là que par accident : une liste de transactions entre firmes. Une adresse était mentionnée, dans un autre quartier de Los Angeles. Je m'y suis rendu. Je n'ai d'abord rien trouvé. J'ai pris l'ascenseur

et me suis mis à parcourir les couloirs. Et j'ai découvert une porte sur laquelle se trouvaient vissées deux plaques de cuivre : l'une portait le nom de ma mystérieuse compagnie, l'autre, celui d'un établissement financier très connu qui se trouvait alors au centre de l'actualité pour une énorme affaire de pots-de-vin.

Est-ce que Mike Perry savait ? Mon instinct me disait que non. Le fait serait néanmoins fort étonnant, puisque la firme en question représentait près du quart des financements qu'accordait IndyMac. C'était peut-être lui, d'ailleurs, qui était à l'origine de la question qui m'avait été adressée : « Est-ce que les membres du conseil de direction pourront voir ces chiffres ? » Il n'est pas rare, dans les sociétés, qu'interviennent des malversations dont le théâtre se situe à un échelon intermédiaire et dont on cache soigneusement l'existence à la direction. J'ai observé cela dans d'autres firmes. Mais il est tout aussi vrai que les PDG en savent en général bien davantage sur ce qui se passe chez eux qu'ils ne l'affirment en public.

Alors, Mike Perry ? Mon opinion n'est toujours pas faite.

Rationalité et moralité

L'observation selon laquelle « l'immoralité est ordinaire dans le monde des affaires » frise elle-même la banalité, et la question mérite d'être analysée davan-

tage. Si, dans les actions judiciaires engagées contre Countrywide, l'on consulte le dossier de l'accusation (http ://s.wsj.net/public/resources/documents/WSJ_show _cas080515.pdf) ainsi que les arguments avancés par la défense (http://www.blbglaw.com/casedox/2008-05-14CountrywideOrder.pdf), on constate qu'il est question de produits financiers dangereux, de provisions insuffisantes, d'opérations dont la date de mise en œuvre est suspecte, et ainsi de suite. Un seul exemple retiendra ici l'attention : celui du délit d'initié.

L'accusation affirme que, dans leur décision de vendre les actions dont ils étaient détenteurs, les dirigeants de Countrywide ont fait appel à toute l'information en leur possession – ce qui est interdit. La défense oppose à cela que les accusés se sont contentés d'utiliser toute l'information en leur possession, ce qui est la définition même, en économie, du comportement « rationnel » – qu'espère-t-on, disent-ils avec emphase : qu'ils aient au contraire agi intentionnellement de manière irrationnelle ? L'ambiguïté mise ici en relief se manifeste sur les marchés financiers eux-mêmes, où l'utilisation en Bourse d'une information privilégiée constitue précisément un délit d'initié et est poursuivie à ce titre, alors qu'elle est considérée comme légitime sur les marchés à terme des matières premières, où elle ne constitue nullement un délit.

Et c'est là, bien entendu, que gît le nœud du pro-

blème : non pas dans l'affirmation rebattue qu'au sein du monde des affaires l'immoralité est banale, mais dans la constatation cruciale que, dans le monde des affaires, rien ne prémunit automatiquement les décisions rationnelles contre l'immoralité.

Pourquoi en est-il ainsi ? Pour la raison que je mets en avant depuis quelques années, à savoir que les principes selon lesquels fonctionnent l'économie et la finance sont ceux – spontanés – qui régissent les processus naturels, ceux qui caractérisent la nature laissée à elle-même, avant que n'intervienne la domestication que notre espèce s'est imposée, comme ce fut le cas quand elle inventa la démocratie : ceux de l'antagonisme entre les parties impliquées, qui prend, au gré des circonstances, la forme de la confrontation larvée ou du conflit ouvert. Tant que l'économie et la finance n'auront pas connu une révolution comparable à celle que constitua, pour le politique, l'avènement de la démocratie, tant qu'il n'existera pas, selon l'expression que j'utilise, une « Constitution pour l'économie », ni les comportements ordinaires ni les décisions rationnelles qui leur sont liées ne seront automatiquement moraux – et l'on devrait cesser là-dessus de feindre l'étonnement.

Le scandale des « auction-rate bonds »

Les *auction-rate bonds* sont des obligations à long terme pouvant être échangées sur un marché secondaire et dont les taux sont mis aux enchères à échéance courte (tous les 7, 28 ou 35 jours). Cela leur permet de bénéficier, dans les faits, d'un taux correspondant à ces maturités, c'est-à-dire, à court ou à très court terme, des taux en général plus faibles que ceux à long terme, ce qui réduit d'autant les frais de l'émetteur de ces titres, c'est-à-dire de l'emprunteur. Le marché américain des *auction-rate bonds* concerne un certain nombre de secteurs : tout d'abord, les *municipals*, à savoir des obligations émises par des autorités locales (par exemple, la New York Port Authority) ou au niveau de l'État (par exemple, la Michigan Higher Education Student Loan Authority), mais aussi des écoles, des hôpitaux, des musées, ainsi que des SICAV qui avaient pris l'habitude d'y trouver un financement bon marché leur permettant de bénéficier de l'effet de levier dans leurs paris sur les cours boursiers. Ce marché représentait en 2007 – avant que ne débute, en février 2008, la crise qui devait en marquer la fin – entre 325 et 360 milliards de dollars.

Lorsque se manifestèrent, début août 2007, le tarissement du crédit et la perte de confiance vis-à-vis des *monolines* – ces rehausseurs de crédit qui garantissaient les dettes des *municipals* et à peu près la moitié du

marché des *auction-rate bonds* de celles-ci, représentant 2,6 milliards de dollars –, les banques émettrices qui intervenaient jusque-là occasionnellement pour soutenir ce marché durent désormais le porter à bout de bras. C'en fut rapidement trop pour elles, car elles atteignaient les plafonds que leurs règlements internes leur assignaient pour ce marché. Chacune de son côté, elles prirent alors la décision de l'abandonner, sachant sciemment que si elles le faisaient il ne tarderait pas à s'écrouler. Mais, avant de se retirer, elles s'efforcèrent de vendre les titres qui leur restaient sur les bras, en particulier ceux que leurs dirigeants détenaient personnellement. Pour aider à la manœuvre, ces banques publièrent des rapports rassurants sur la bonne santé du marché, alors que, parallèlement, les commissions de leurs commerciaux chargés de vendre ces titres étaient bonifiées (0,25 %, contre 0,05 % pour des bons du Trésor). Certains de ces commerciaux (appartenant au Crédit suisse) furent pris la main dans le sac à mentir aux clients sur la nature du produit. D'autres (faisant partie d'UBS) s'affirmèrent de bonne foi, ce qui fut d'ailleurs confirmé par leur employeur, qui témoigna devant le procureur de New York que lesdits commerciaux ne bénéficiaient d'aucune formation et pouvaient fort bien tout ignorer des titres qu'ils vendaient.

Avant d'aller plus loin, essayons de comprendre comment fonctionnaient les *auction-rate bonds*. Le

marché, organisé par des sociétés de courtage (Citigroup, UBS, Morgan Stanley, Merrill Lynch et Goldman Sachs), met face à face, d'un côté les émetteurs d'un instrument financier à long terme (de dix à trente ans), qui empruntent donc sur le long terme mais sont disposés à ce que les obligations qu'ils émettent soient remises sur le marché à de très courtes échéances, et, de l'autre côté, des prêteurs : les investisseurs qui achètent ces titres. Le taux de ces obligations est – comme je l'ai dit – réactualisé tous les 7, 28 ou 35 jours, dans une enchère « descendante », dite « adjudication à la hollandaise ». Le terme d'enchère « descendante » prête quelque peu à confusion dans ce cas précis, du fait qu'il s'agit de taux, et que l'avantage de l'émetteur (emprunteur) est bien évidemment que le « coupon » – le taux d'intérêt dont il aura à s'acquitter – soit le plus bas possible, tandis que celui du prêteur est, à l'inverse, que ce taux soit le plus élevé possible.

Sont présents sur ce marché des acheteurs : de nouveaux entrants qui veulent acquérir des titres ; et des vendeurs de deux types : des détenteurs de titres déterminés à vendre, et des détenteurs de titres insatisfaits du taux dont ils bénéficient pour l'heure ; si le taux résultant des enchères devait se révéler encore moins favorable, ces derniers vendraient.

Les enchères sont silencieuses : chaque acheteur précise avant la vente combien de titres il se propose

d'acheter, et quel est le taux minimal qu'il est prêt à percevoir, autrement dit quel est le rendement minimal qu'il est disposé à accepter. On confronte alors l'offre de vente et la demande d'achat, et l'on détermine quel est le niveau de taux minimal qui assure un *clearing* : qui permet que soient vendues toutes les obligations offertes à la vente, « au pair », c'est-à-dire pour leur valeur nominale, pour leur prix plein – par opposition à un prix qui serait escompté ; ce taux sera applicable à l'émission tout entière, et ce jusqu'aux prochaines enchères. Ce niveau de taux, ce *clearing rate* (taux de compensation), celui qui dispose entièrement de l'offre, définit donc deux populations parmi les acheteurs potentiels : ceux qui repartiront avec des titres parce que le taux qu'ils étaient disposés à accepter soit était au niveau du *clearing rate*, soit lui était inférieur (et ils bénéficieront dans ce dernier cas d'un taux supérieur à celui qu'ils escomptaient), et ceux pour qui le taux offert était supérieur à ce *clearing rate* et qui repartiront, eux, les mains vides.

Si le volume de la demande est inférieur à celui de l'offre, la vente est remise et le nouveau taux est fixé selon les termes réglementaires du marché, par exemple à 10 % ou à 20 % (ce qui explique pourquoi, le 13 février 2008, quand 80 % des enchères échouèrent, la New York Port Authority se vit obligée d'acquitter un taux de 20 % aux détenteurs de sa dette jusqu'à la prochaine vente aux enchères), ou deux fois le niveau

du London Inter-Bank Offered Rate (ce qui explique pourquoi, le même jour, la New York State Dormitory Authority se vit obligée de verser 6,26 % aux détenteurs de sa dette). La logique qui sous-tend la fixation du taux à ces niveaux élevés est que les vendeurs potentiels qui n'ont pas trouvé preneur lors de la vente doivent être dédommagés pour leur manque à gagner.

Les autorités locales, *municipalities*, États, écoles, hôpitaux, musées, SICAV qui se retrouvèrent dans cette situation de devoir acquitter des intérêts à un taux monstrueux quittèrent en masse le marché des *auction-rate bonds* dès qu'il devint évident que les ventes ajournées seraient désormais la règle plutôt que l'exception, et reconvertirent leur dette en des instruments moins hasardeux.

Les détenteurs privés des *auction-rate bonds*, dont le marché était désormais en pleine déconfiture, cherchèrent à les revendre sur le marché secondaire, actif entre deux dates d'enchères, mais ne purent le faire qu'en les bradant (par exemple : 50 cents du dollar pour les obligations sur des prêts étudiants ; 90 cents du dollar pour les obligations d'hôpitaux). Les banques – je l'ai mentionné – cherchèrent à s'en débarrasser en essayant de convaincre leurs clients qu'il s'agissait d'un excellent placement.

Un scandale de ce type est bien entendu d'une facture tout à fait traditionnelle : il tombe dans la catégorie dite

du *toxic waste*, ou « déchet toxique ». La stratégie consiste, pour les organismes financiers, à séparer dans un ensemble de produits financiers ceux qui sont sains et ceux qui ne le sont pas, à conserver pour eux les premiers, et à vendre à leurs clients les seconds – les « déchets toxiques ».

On ne sera pas surpris outre mesure que des scandales de facture classique puissent réapparaître à l'arrière-plan des événements dramatiques, de nature beaucoup plus inédite, qui caractérisent la crise financière actuelle. Différence significative, cependant, dans ce cas-ci : le fait que les amendes et les restitutions énormes auxquelles ces scandales donnent lieu affectent cette fois des établissements financiers extrêmement affaiblis, à la limite de l'insolvabilité, et pourraient même constituer, pour eux, le coup de grâce.

Une série d'accords intervinrent, début août 2008, entre le procureur général de l'État de New York, Andrew Cuomo, et les dix-huit firmes qui étaient présentes, jusqu'au 13 février de la même année, sur le marché des *auction-rate bonds*. Les termes de l'arrangement furent sévères : 150 millions de dollars d'amende pour UBS, 100 millions pour Citigroup, 35 millions pour Morgan Stanley et 25 millions pour JP Morgan Chase. Ces sommes étaient toutefois minimes par rapport à celles que les banques s'engageaient à consacrer au rachat de ces titres dévalorisés auprès de leurs clients

grugés, à charge pour elles de tenter par la suite de les revendre. Merrill Lynch prit les devants en annonçant qu'elle rembourserait ses clients à concurrence de 10 milliards de dollars. Morgan Stanley avait déjà racheté des *auction-rate bonds* à deux autorités locales du Massachusetts pour un montant de 1,5 milliard de dollars. UBS s'était engagée à racheter ces titres à ses clients pour un montant de 8,3 milliards de dollars, et à les aider à en vendre pour un montant de 10,3 milliards. De même, Citigroup en rachèterait pour 7,3 milliards et aiderait à en vendre à hauteur de 12 milliards ; fin mars, lors de l'effondrement final du marché, la grande banque commerciale s'était retrouvée avec des invendus s'élevant à 6,5 milliards de dollars. Morgan Stanley rachèterait des *auction-rate bonds* pour un montant de 4,5 milliards de dollars, et JP Morgan Chase, pour 3 milliards.

Notons qu'aucune poursuite ne fut engagée : il s'agissait d'accords amiables où, selon la formule consacrée, la firme qui verse les amendes « ne reconnaît ni ne nie les faits qui lui sont reprochés ». Des poursuites pourraient cependant être engagées ultérieurement contre Frances Constable, de Merrill Lynch, qui avait réprimandé un analyste de sa firme pour avoir suggéré dans un rapport destiné aux clients que le marché secondaire des *auction-rate bonds* s'était évaporé et que leurs détenteurs devraient désormais chercher « ailleurs » s'ils

désiraient les vendre. Cette information « allait saper à elle seule le marché des *auction-rate bonds* », avait-elle écrit dans un courriel. Le rapport de l'analyste avait alors été modifié, insistant désormais sur le fait que ces obligations constituaient « une bonne opportunité d'achat ».

On se rend compte a posteriori à quel point un marché conçu sur de telles bases était fragile. Fragilité confirmée par le fait, connu ensuite, que les ventes aux enchères d'*auction-rate bonds* auraient bien souvent capoté si les sociétés de courtage de Wall Street qui les organisaient ne les avaient pas soutenues en sous-main. Ainsi, UBS reconnut devant une commission d'enquête qu'elle avait dû intervenir pour empêcher l'ajournement des ventes lors de 69 % des 57 436 enchères auxquelles elle avait participé entre janvier 2006 et février 2008.

Ce type de scandale affecte la finance de manière endémique (j'ai évoqué plus haut les stock-options antidatées par le gratin des compagnies américaines), et il n'y a donc pas lieu d'en être surpris. La conclusion s'impose cependant que le monde des affaires se révèle incapable de résister à la moindre tentation de malhonnêteté lorsque celle-ci se fait jour.

Si la fraude qui entacha les *auction-rate bonds* est donc de type classique en finance – conserver pour soi les produits de bon aloi et vendre la camelote comme une occasion à ne pas rater –, le marché financier

qu'elles constituaient est quant à lui représentatif de la finance frappée en plein cœur par la crise actuelle : il s'agit de produits dont la rentabilité réside en réalité dans une bande extrêmement étroite et qui ne peuvent fonctionner, du coup, dans de bonnes conditions que lorsque la conjoncture financière est exceptionnellement favorable. Lorsque ce contexte vient à se détériorer, ce marché s'évanouit aussitôt, et les conséquences s'en répercutent sur d'autres secteurs voisins présentant le même type de vulnérabilité, favorisant ainsi l'inéluctable progression d'une crise à proprement parler systémique.

XII

La crise que nous traversons aujourd'hui

Ce qui frappe le plus, dans la crise qui commença en février 2007 et qui fut alors appelée « crise des *subprimes* », c'est son inexorabilité. Débutant sous la forme d'une crise de l'immobilier résidentiel américain, elle se transforma bientôt en un tarissement du crédit dont l'Europe fut également la victime, pour se métamorphoser ensuite en une hausse dramatique du prix de l'ensemble des matières premières, et cela à l'échelle de la planète entière. L'Europe ne fut pas épargnée, car elle était détentrice elle aussi de grandes quantités de *mortgage-backed securities*, ces obligations résultant du reconditionnement sous forme d'une obligation unique de plusieurs milliers de crédits immobiliers américains.

À l'origine, donc, une crise de la finance qui s'amplifie dans un second temps en une crise économique

globale pour devenir la crise de civilisation que nous traversons aujourd'hui.

Les photos par satellite captent parfois, traversant l'océan Pacifique et s'étendant alors sur plusieurs centaines, voire sur plusieurs milliers de kilomètres, un *soliton* : une vague énorme, exceptionnelle du fait d'avoir condensé en une onde unique une multitude d'ondelettes. C'est à un phénomène semblable que nous assistons aujourd'hui avec la crise qui nous engloutit : une multitude de dysfonctionnements apparus çà et là dans la manière dont nous avons réglé le monde – ou dont nous l'avons laissé se régler lui-même – et qui se sont cumulés en un gigantesque soliton dévastateur.

Une finance libéralisée par la levée de toutes les barrières qui la contenaient tant bien que mal dans sa chevauchée fantastique s'engouffra sur les terres vierges que lui ouvraient la mondialisation, et sa liberté échevelée se transforma bientôt en vent de folie. Les bulles financières s'enchaînèrent les unes aux autres, tandis que les pertes subies lors de leur éclatement obligèrent leurs victimes à se tourner vers de nouvelles sources de revenus. Les spéculateurs n'étaient plus désormais quelques louches aventuriers aux noms exotiques – les Basile Zaharoff d'autrefois –, mais des institutions vénérables, des fonds de pension cherchant à protéger les retraites de leurs cotisants, des fondations universitaires s'efforçant de promouvoir la recherche et de maintenir la qua-

lité de leur enseignement, et qui, étendant leurs placements des métaux précieux à l'ensemble des matières premières – aux céréales en particulier –, provoquèrent un renchérissement brutal de celles-ci, intolérable pour les moins nantis et débouchant rapidement sur des émeutes de la faim. Le « pic du pétrole », notion abstraite cantonnée jusque-là aux débats entre écologistes, fit alors irruption dans la vie quotidienne, menaçant bien sûr immédiatement l'existence même des entreprises dont le sort est le plus lié à son prix : les compagnies aériennes et les constructeurs d'automobiles, mais obligeant aussi à repenser rapidement des problèmes considérés naguère comme à long terme, telle la reconfiguration des agglomérations urbaines. Une accumulation inouïe et soudaine de bouleversements en l'espace de dix-huit mois à peine.

Capitalisme de marché et capitalisme d'État

La seconde moitié des années 80 avait vu disparaître l'empire soviétique au terme d'un long processus de déliquescence. À la chute du mur de Berlin, en 1989, le monde entérina la fin annoncée d'un système politique liberticide et du capitalisme d'État qui l'accompagnait sur le plan économique. Rares furent alors ceux qui se déclarèrent surpris.

Le capitalisme d'État de type soviétique était la seule

alternative connue au capitalisme de marché. La Chine et le Vietnam n'étaient encore, en 1989, que des puissances insignifiantes à l'échelle de l'économie mondiale. Une fois le géant vaincu, le capitalisme de marché se retrouva de fait seul, et ceux qui avaient toujours considéré que la fin du communisme signifierait la confirmation définitive de sa supériorité ne se sentirent plus de joie. Anticipant cette fin, le thatchérisme puis les Reaganomics avaient d'ailleurs entrepris d'éliminer au sein des économies de Grande-Bretagne et des États-Unis tout ce qui pouvait encore rappeler cette social-démocratie que les ravages de la Seconde Guerre mondiale avaient imposée à la première, et la Grande Crise des années 30 aux seconds. Privé d'adversaire, l'ultralibéralisme déferla sur le monde, dérégulant ceux des marchés qui avaient été bridés, privatisant les dernières entreprises nationalisées, et déterminé à étendre le principe de la privatisation aux secteurs dont il allait pourtant de soi dans de nombreux pays, comme ceux d'Europe occidentale, qu'ils relevaient de l'initiative de l'État – les services tels l'eau, le gaz, l'électricité et le secteur des télécommunications –, et cela au nom de l'efficacité, la concurrence étant censée remplacer par un mécanisme d'équilibrage automatique les errances supposées de toute planification fondée sur la réflexion et soutenue – dans le meilleur des cas – par un consensus.

La question qui se pose aujourd'hui est dès lors celle-

ci : le capitalisme de marché est-il entraîné à son tour dans un processus de décomposition comparable à celui qui signa il y a vingt ans la liquidation du capitalisme d'État de type soviétique ?

Certains se récrieront à l'énoncé de cette question : « La situation n'est pas comparable ! » s'exclameront-ils. Est-ce si sûr ?

Le degré actuel de dégradation de la finance, système sanguin de l'économie, n'est peut-être pas encore sensible à ceux qui n'ont pas suivi jour après jour la disparition d'instruments financiers qui en étaient encore jusqu'à récemment les fleurons, instruments aux initiales exotiques dont la signification importe peu aujourd'hui : ABS adossées à des prêts *subprime*, CDO, CLO, SIV, *auction-rate bonds*, CPDO, j'en oublie. Les grandes banques d'affaires de Wall Street aux noms jusqu'alors prestigieux, spécialisées dans ces produits dont elles étaient les émettrices, les Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Lehman Brothers, ne retrouveront jamais leur lustre d'antan, et, incapables de redorer leur blason dans un avenir prévisible, le mieux qu'elles puissent espérer est leur absorption par une banque commerciale – comme ce fut le cas, en mars 2008, de Bear Stearns, rachetée de justesse et pour un prix dérisoire par JP Morgan Chase. Les organismes de financement immobilier qui les alimentaient en crédits à titriser ont pratiquement tous fait faillite, et, à l'heure où j'écris

ces lignes[1], les deux seuls survivants du secteur, les géants Fannie Mae et Freddie Mac, autrefois jugés invincibles, sont décédés. Sur un plan global, les revenus des établissements financiers américains ont baissé de 53 % au cours du seul deuxième trimestre 2008. Autre fait significatif : entre le 19 et le 20 juin 2008, les taux que doivent consentir certaines municipalités américaines sur les obligations qu'elles émettent ont doublé, passant de 4,5 à 9 %, en raison de la rétrogradation par les notateurs des deux principaux rehausseurs de crédit qui garantissaient ces obligations : ces *monolines* dont l'interminable agonie tient la finance en haleine depuis près d'un an.

Sur le plan économique, la situation n'est guère meilleure : les actions des compagnies aériennes américaines – déjà en situation précaire – sont désormais en chute libre en raison de la hausse du carburant : j'y ai déjà fait allusion. De même pour les constructeurs d'automobiles : les ventes de General Motors ont baissé de 18 % en un an, celles de Ford, de 28 %, et celles de Chrysler, de 36 %. General Motors a perdu 73 % de sa valeur en capitalisation sur cette période, et Ford, 53 % (Chrysler, compagnie privée, n'est pas cotée en Bourse).

« Il s'agit du pétrole, c'est un facteur extrinsèque ! » diront certains, à qui il faudrait alors demander s'il n'y avait personne en Union soviétique, selon eux, pour blâ-

1. Septembre 2008.

mer les « facteurs extrinsèques » tandis que se déroulait là-bas le lent processus de désintégration.

Dans ce contexte, la Chine, acteur d'un poids négligeable en 1989, permet aujourd'hui au capitalisme d'État un retour à ce point spectaculaire que ses représentants se posent désormais en donneurs de leçons. Un article paru le 17 juin dans le *New York Times* le rapportait ainsi de manière significative :

> « Les officiels chinois expriment leur dédain lors de séminaires internationaux. Ainsi, dans une communication présentée le mois dernier au British Museum de Londres, Liu Mingkang, président de la commission des régulateurs du secteur bancaire chinois, a reproché au gouvernement américain sa responsabilité dans la crise des *subprimes*, qui a gelé pratiquement le marché des capitaux du monde occidental et requis l'intervention de la Federal Reserve. Ces turbulences, déclara-t-il, "vont à l'encontre du processus global de civilisation. Le désir de faire de l'argent ou de faire des affaires justifie-t-il que les régulateurs négligent leur devoir de supervision prudentielle et leur tâche de prévention de la mauvaise conduite ?" s'interrogea-t-il.
>
> « L'un des collègues de M. Liu, Liao Min, déclara fin mai au *Financial Times* que "le consensus occidental quant à la relation entre le marché et le gouvernement devrait être réexaminé.
>
> « "Ils ont tendance, dans les faits, à surestimer le

pouvoir du marché et à ignorer le rôle de régulation du gouvernement, et cette conception faussée est à la source de la crise des *subprimes*", affirma M. Liao, directeur général de la commission. »

Le vent a donc tourné, et les derniers représentants du capitalisme d'État s'érigent désormais en défenseurs du « processus global de civilisation » menacé, selon eux, par l'ultralibéralisme...

Le capitalisme s'autodétruira-t-il ?

Examiné dans une perspective historique, le capitalisme a présenté, au cours des cinquante dernières années, une alternance de périodes d'une dizaine d'années au moins durant lesquelles il fonctionne de manière relativement harmonieuse (bien qu'au sein d'une logique fondamentalement inégalitaire), suivies de périodes de cinq ans au plus au cours desquelles il entre en crise. Cette observation, complétée par d'autres plus anciennes, a conduit à formuler l'hypothèse – que l'on peut appeler « optimiste » – selon laquelle il se caractérise par un processus de nature cyclique, présentant une alternance « naturelle » de périodes favorables et de périodes défavorables, et qu'il n'y a du coup aucune raison de s'inquiéter outre mesure durant les périodes de crise – telle celle que nous traversons aujourd'hui –,

sachant qu'elles seront nécessairement suivies de périodes à nouveau fastes.

Une interprétation diamétralement opposée, que l'on peut appeler à l'inverse l'« hypothèse pessimiste », soutient au contraire que les crises contiennent en germe la destruction ultime du système capitaliste, et chacune d'elles contraint alors à s'interroger sur sa gravité spécifique, et à se poser en particulier la question de savoir si elle ne constitue pas la crise ultime qui verra le système capitaliste s'effondrer pour de bon.

Karl Marx appartient bien entendu au camp des pessimistes, puisque le capitalisme présente, selon lui, une prédisposition à disparaître un jour à l'occasion de l'une de ses crises majeures, qui signera alors son extinction. Un faisceau de facteurs contribueraient à cette évolution inéluctable, dont le principal est la tendance historique à la baisse du taux de profit des entreprises, auquel viendraient s'ajouter la concentration du capital entre un petit nombre de mains ainsi que la proportion croissante de la population appartenant au prolétariat, c'est-à-dire n'ayant pour seule richesse que sa capacité de louer sa force de travail.

L'évolution historique du capitalisme au cours du XXe siècle n'a cependant pas confirmé l'analyse de Marx. Premièrement, la baisse des taux de profit n'a pas été constatée. Deuxièmement, s'il est vrai qu'on peut observer une concentration du capital – pour deux

raisons : d'une part, à cause de l'élimination constante des vaincus de la concurrence ; d'autre part, du fait que le pouvoir de l'argent autorise les vainqueurs à infléchir encore davantage le fonctionnement du système en leur faveur –, les règles démocratiques permettent toutefois, par la progressivité de l'impôt, de restreindre la disparité des revenus lorsque celle-ci devient par trop criante.

D'autres facteurs que ceux mentionnés par Marx viennent cependant étayer la thèse d'une éventuelle disparition du capitalisme à l'occasion de l'une de ses crises majeures. Ces facteurs sont : primo, son absence d'autorégulation, qui oblige l'État à intervenir massivement à chaque nouvelle crise pour faire prendre en charge par la communauté tout entière les pertes subies par les dirigeants d'entreprise et les investisseurs, prises en charge qui équivalent à une socialisation des pertes, alors que les profits, eux, avaient été réalisés à titre privé ; secundo, son absence d'autoadaptation, d'une part du fait d'une absence de consensus quant à l'autorégulation ou non des marchés, faisant qu'aucune leçon n'est tirée des crises après qu'elles ont eu lieu, d'autre part du fait qu'investisseurs et dirigeants d'entreprise consacrent une partie de leurs gains à la promotion d'une représentation des marchés comme étant autorégulés, impliquant une censure sur l'origine véritable des crises (en dotant des chaires d'économie ou des *think tanks* favorables

à leurs vues[1] ; tertio, le fait que la compréhension des mécanismes économiques et financiers s'améliore au fil des années, conduisant à des interprétations convergentes de l'évolution future des prix par un nombre grandissant d'acteurs présents sur les marchés, et encourageant, du coup, les phénomènes d'emballement qui sont à l'origine des crises.

L'autorégulation du capitalisme

L'autorégulation du capitalisme est bien entendu considérée par la pensée libérale comme un fait établi – et, d'ailleurs, comme l'une de ses vertus cardinales. L'ère de dérégulation qui s'ouvrit à la fin des années 70 était précisément fondée sur cette conviction, soutenue par l'autorité intellectuelle et morale de ceux qui étaient alors considérés comme les plus grands parmi les économistes, en particulier par un nombre impressionnant de lauréats du prix d'économie « à la mémoire d'Alfred Nobel » représentant le courant dit de « l'école de Chicago », inaugurée par Friedrich von Hayek et prônant le laissez-faire en matière de finance et d'économie, le mécanisme spontané des marchés étant considéré comme leur offrant leur fonctionnement optimal. Le programme de l'école de Chicago fut appliqué – comme

1. Paul Jorion, « La compréhension des crises financières et de leur répétition », *Savoir/agir*, n° 4, juin 2008, pages 11-18.

je l'ai déjà indiqué – en Grande-Bretagne par Margaret Thatcher et aux États-Unis par Ronald Reagan.

Il n'est pas étonnant que la notion selon laquelle le capitalisme est autorégulé soit considérée comme allant de soi durant les périodes fastes où la finance et l'économie fonctionnent pour le mieux et où des opportunités d'enrichissement s'ouvrent à chacun, ou à peu près. La notion devient cependant problématique durant les périodes de crise. Au cours des derniers dix-huit mois, on a vu se fermer d'eux-mêmes, sans intervention extérieure, les secteurs financiers et économiques ayant cessé d'être rentables. Pour certains, cette fermeture signe leur acte de décès ; quant aux autres, ils se rouvriront sitôt leur rentabilité rétablie. Le spectacle actuel de l'appareil financier s'effondrant par pans entiers oblige cependant à s'interroger sur le point de savoir si le mécanisme à l'œuvre constitue bien ce que l'on entendait couvrir du terme d'« autorégulation ».

Si le capitalisme a su jusqu'ici renaître de ses cendres, rien ne garantit qu'il en soit toujours ainsi. Les conditions de ses renaissances passées méritent en particulier d'être examinées, car elles ont à chaque fois été la conséquence d'une intervention massive de l'État au sein du monde économique et financier sous la double forme de réglementations dirigistes infléchissant son comportement spontané, et d'injections massives de fonds publics collectés par l'impôt ou ponctionnés sur

la dette publique. Ces apports accompagnant les sauvetages orchestrés par l'État et destinés à sauver investisseurs privés et dirigeants d'entreprise ont conduit – j'y ai déjà fait allusion – à qualifier ces opérations de « privatisation des profits/socialisation des pertes ». Et la question qui se pose alors est celle de déterminer si ces interventions étatiques en situation de crise confirment ou non le caractère autorégulateur de l'alternance de périodes favorables et de périodes défavorables. Autrement dit, il devient crucial de déterminer si ces interventions doivent être considérées comme intrinsèques ou extrinsèques au bon fonctionnement du système capitaliste en tant que tel.

La dérégulation consiste pour les marchés à réinstaurer leur fonctionnement spontané en l'absence d'interférences ; la privatisation, elle, confie à la logique du marché des activités qui relevaient jusque-là du domaine de l'État. La philosophie implicite de l'une et de l'autre pratiques suppose non seulement que les marchés et l'État fonctionnent selon des principes antagonistes, mais encore que celui qui préside aux marchés est préférable pour la bonne conduite de la finance et de l'économie. S'il était cependant vrai que les marchés ne doivent leur survie qu'au fait qu'à chaque fois qu'ils sont en proie à une crise potentiellement mortelle ils sont sauvés in extremis par une intervention de l'État, leur capacité à être autorégulés serait remise en question. Si les parti-

sans de la thèse de l'autorégulation voulaient au contraire affirmer que les interventions de l'État font pour eux partie intégrante de l'« autorégulation » attendue, il leur faudrait justifier la « privatisation des profits/socialisation des pertes » observée. Une telle justification serait d'autant plus nécessaire que le milieu sociologique auquel ils appartiennent se confond avec celui qui bénéficie régulièrement d'une telle socialisation des pertes.

S'il était dit des interventions de l'État qu'elles sont au contraire extérieures à l'autorégulation des marchés, il faudrait y voir une confirmation de ce que nous avons appelé l'hypothèse pessimiste, à savoir qu'il existe pour le capitalisme des crises potentiellement mortelles, et que seule l'intervention de l'État – procédant d'une logique antagoniste à celle qui caractérise les marchés – permet alors de le sauver.

À cela, les partisans de l'hypothèse optimiste auraient cependant beau jeu d'objecter que les interventions massives de l'État ne sont en réalité jamais nécessaires : qu'elles interviennent toujours alors que le rééquilibrage « naturel » est en bonne voie, et que la « privatisation des profits/socialisation des pertes » relève donc de la seule responsabilité de l'État, n'ayant à aucun moment été véritablement justifiée. Une telle affirmation, qui postule le caractère systématiquement prématuré des interventions de l'État en cas de crise, se contente cepen-

dant de confirmer, et de manière assez banale, que les partisans de la thèse de l'autorégulation, appartenant à une fraction privilégiée de la population, présentent une sensibilité plus faible aux catastrophes financières que les membres de la communauté tout entière, ce qui va de soi puisqu'ils disposent en cas de crise d'un « matelas » financier bien plus important.

Les partisans de l'hypothèse pessimiste tiendront qu'en l'absence de l'intervention de l'État et de la « privatisation des profits/socialisation des pertes », le système se serait tout bonnement écroulé. C'est ce qu'ils affirmeront, sans pouvoir, bien entendu, apporter la preuve de leurs allégations : étant donné que l'intervention de l'État se manifeste toujours in extremis, les hypothèses optimiste et pessimiste ne pourront être départagées par les faits ; la question demeurera irrésolue, et se maintiendront les conditions d'une répétition des crises chaque fois que les mêmes configurations défavorables se retrouveront.

L'autoadaptation du capitalisme

C'est cette dernière constatation qui permet de répondre a priori à l'autre question liée à celle de l'autorégulation : celle de déterminer si les marchés sont autoadaptatifs. Ils ne le sont pas, puisque le doute qui continue de planer quant à leur faculté d'autorégulation suffit

en soi-même à empêcher qu'aucune leçon ne soit tirée des crises passées pour ce qui touche à l'avenir. En conséquence, chaque fois que le système renaît de ses cendres, une nouvelle occasion lui est offerte de rééditer les erreurs qui furent les siennes dans ses avatars précédents.

Pourquoi s'intéresse-t-on tant aujourd'hui aux causes de la crise de 1929 ? Parce que son contexte social de disparité croissante dans la répartition du patrimoine, la bulle de l'immobilier qui la précéda ainsi que l'invention toujours plus ingénieuse de procédés de démultiplication de l'effet de levier autorisé par l'emprunt, résonnent précisément d'un ton familier à nos oreilles. Les interprétations de la crise de 1929 en termes purement « monétaristes », produites à partir des années 50, parvinrent cependant à éradiquer l'interprétation correcte de ces événements : celle qui en fut donnée dans les années immédiatement postérieures. Je reviendrai plus longuement sur cette question au chapitre suivant.

À cela s'ajoute, pour contrecarrer toute autoadaptation du capitalisme, l'effort délibéré entrepris par certains pour cacher les ressorts réels des crises, à savoir les antagonismes, dus à des intérêts divergents, des investisseurs, des dirigeants d'entreprise et des salariés. À quoi s'ajoute encore la complexification qu'autorisent les développements technologiques intervenus entre deux

crises, qui contribuent à accroître la fragilité du système à chacune de ses résurrections. En effet, contrairement à ce que l'on pourrait espérer, du fait de l'intrication croissante de ses différents secteurs et des effets de contagion que celle-ci autorise, la finance gagne à chaque crise non pas en robustesse, mais en fragilité.

Le capitalisme, victime de sa compréhension

Comme on vient de le voir, les faits et leur interprétation ne permettent pas de trancher entre deux hypothèses concurrentes : celle qui veut que le système capitaliste soit autorégulé et celle qui veut au contraire qu'il ne survive que grâce aux interventions de l'État lorsqu'il se trouve à la dernière extrémité et que, abandonné à lui-même, il disparaîtrait à l'occasion de l'une de ses crises majeures. Or cette dernière hypothèse, qui a été qualifiée ici d'hypothèse pessimiste, est la seule correcte. Encore doit-elle être prouvée par d'autres moyens.

Le système capitaliste – il reproduit en cela les mécanismes purement « naturels », au sens d'observables dans la nature, en dehors de la sphère de l'humain – contient en son cœur un ensemble de dispositifs prédisposés à l'emballement, en quoi le physicien reconnaît ce qu'il appelle des « rétroactions positives » : quand un système réagit à une déviation par rapport à un état d'équilibre par une amplification de celle-ci, au contraire

de ce que l'on constate dans une « rétroaction négative » où la réaction à une déviation est cette fois correctrice. Les ressorts de la tendance à l'emballement, qui fragilisent la finance et la prédisposent à l'« effet dominos », sont connus : il s'agit du prix spéculatif qui le fait décoller de la valeur de ses fondamentaux, c'est-à-dire de la somme du prix de ses composantes [1] ; de l'effet de levier qui résulte de l'engagement dans des opérations financières de sommes empruntées, et qui, s'il permet une multiplication des chances de gain, multiplie dans la même proportion les risques de perte ; il s'agit enfin des produits dérivés qui mobilisent l'effet de levier pour encourager des paris directionnels sur l'évolution des marchés financiers et créent de toutes pièces du risque pour des agents qui n'y étaient pas préalablement exposés.

La raison pour laquelle le système capitaliste connaît des périodes de bon fonctionnement qui dépassent parfois une dizaine d'années, et ce en dépit de la présence en son sein de ces facteurs de déséquilibre, doit être attribuée à un simple effet statistique : au fait que, en raison de la difficulté du pronostic quant à l'évolution future d'un prix, on observe en général que les parieurs se distribuent de manière très égale entre ceux qui considèrent qu'il est à la hausse et ceux qui considèrent qu'il

1. Paul Jorion, *L'Implosion*, *op. cit.*, pages 177-182.

est à la baisse. Une seule des deux parties se verra bien sûr confirmée dans sa prévision, mais le fait que les parieurs se partagent en deux camps de force à peu près égale (50 % chacun) garantit que le nombre des acheteurs et celui des vendeurs demeurera équilibré dans la plupart des cas, assurant ainsi – par défaut – la stabilité des marchés.

Lorsqu'une majorité d'acteurs se convainquent que le prix est à la hausse, leur conviction s'assimile à une croyance autoréalisante et le prix monte – processus qui prendra nécessairement fin quand la réserve d'acheteurs potentiels aura été épuisée [1] ; lorsque, à l'inverse, la majorité d'entre eux se convainquent que le prix est à la baisse, leur conviction constitue de la même manière une croyance autoréalisante, et le prix subit cette fois un krach.

La stabilité des marchés dépend donc d'une manière cruciale de la compréhension médiocre de ses mécanismes par la grande majorité de ses intervenants. Cette vérité s'est dégagée de l'analyse des résultats d'une simulation informatique du fonctionnement d'un marché boursier programmée par nous il y a quelques années [2].

1. Paul Jorion, *Vers la crise du capitalisme américain ?*, *op. cit.*, pages 201-254.

2. Paul Jorion, « Adam Smith's "Invisible Hand" Revisited », art. cit., pages 247-254.

La tendance générale, donc – et elle ne pourra que s'affirmer davantage au fil des ans, en dépit des tentatives délibérées de censure –, est celle d'un progrès dans notre compréhension des mécanismes financiers et économiques, progrès dû à la réflexion, au raffinement des modèles, aux simulations informatiques (la conclusion à laquelle aboutit notre propre projet, mentionné au paragraphe précédent, en est un exemple), et constituant, comme nous l'avons souligné, une menace pour l'équilibre des marchés, car favorisant l'apparition d'une interprétation commune quant à l'évolution future de leurs prix parmi les intervenants, et débouchant alors nécessairement sur leur emballement à la hausse ou à la baisse, les dispositifs favorisant l'« effet dominos » étant, nous l'avons indiqué, historiquement au cœur des mécanismes financiers.

Les remèdes

La crise de 1929 aura eu beau apparaître comme un « incident isolé », sa répétition devrait a contrario exclure la thèse de l'accident. Au cours des six derniers mois, les comparaisons entre ce qui sera considéré un jour comme le désastre historique de 2008 et la crise de 1929 sont devenues de plus en plus pertinentes. La complexification de la finance au cours de ces quatre-vingts dernières années et le fait qu'il lui ait été donné

carte blanche durant cette période feront que le souvenir de 2008 laissera – c'est aujourd'hui malheureusement certain – celui de 1929 dans son ombre.

L'expérience de la dérégulation et de la privatisation valait-elle d'être tentée ? Jugée à son résultat, sans doute non, mais comment aurait-elle pu être évitée quand les autorités les plus prestigieuses – et l'on aurait pu penser les plus sages – lui avaient accordé leur aval ? Il convient de prendre aujourd'hui la mesure de l'ampleur du désastre et de lui apporter sans plus tarder une solution.

L'illusion optimiste qui a présidé à l'expérience était que la défense de l'intérêt collectif pouvait émerger spontanément de la poursuite de leur intérêt individuel et égoïste par une multitude d'agents économiques. Adam Smith qui, le premier, avait formulé l'hypothèse, y voyait un étonnant paradoxe. Comment est-il possible, se demandait-il, que l'intérêt collectif survive au concours de tant d'avidités personnelles ? La réponse, nous la connaissons maintenant, résidait banalement dans le manque de familiarité d'acteurs engagés dans des types de transactions financières d'invention récente, et, du coup, dans la probabilité statistique pour eux de se tromper en moyenne une fois sur deux dans leurs paris quant à l'évolution d'un prix.

Au cours des quatre-vingts dernières années, les moyens mis à la portée des intervenants sur les marchés

financiers et économiques ont été démultipliés par des coefficients énormes, conduisant à une amplification démesurée du bénéfice des avantages acquis ainsi que des effets de la spéculation, c'est-à-dire de la ponction par la finance du sang de l'économie. L'univers qui était devenu le nôtre jusqu'à la crise récente était celui où quelques milliers de jeunes gens fous, s'agitant au sein des salles de marché de New York, Londres, Paris, Tokyo ou Shanghai, tenaient le reste du monde en otage.

Cette expérience est arrivée à son terme. Elle a eu lieu sous nos yeux et entraîne dans sa chute des milliards d'hommes et de femmes. Il est sans doute trop tard pour l'enrayer avant qu'elle n'ait pris toute sa tragique ampleur, mais le moment est d'ores et déjà venu de retrousser ses manches et de s'apprêter à ramasser les morceaux, dans un premier temps, puis, dans un second temps, à rebâtir.

Que convient-il de faire ? Répétons-le, la situation est plus grave aujourd'hui qu'elle ne l'était en 1929 : alors que nous rêvions tout enfant au pays de Cocagne que serait l'« an 2000 », le monde est à nouveau tristement menacé par la faim ; pis, ce ne sont plus seulement les populations humaines qui sont aujourd'hui en danger, c'est la capacité même de notre planète à assurer sa survie qui s'est vue remise en question. Le miracle paradoxal auquel certains croyaient, de l'intérêt égoïste se transmuant en intérêt collectif, n'a pas eu lieu : l'intérêt

égoïste a – comme on aurait dû s'y attendre – conduit au pillage de la planète, transformée en une vaste mine à ciel ouvert crachant dans le ciel des scories qui l'empoisonnent petit à petit, mais inéluctablement.

Le nœud du problème réside dans l'impossibilité pratique de mesures préventives : le système récompense en effet si généreusement tous ceux qui y participent dans ses époques fastes qu'il se révèle impossible d'entraver aujourd'hui, quelle qu'en soit l'inéluctabilité, les effets désastreux qui apparaîtront demain. Il faut ainsi attendre à chaque reprise que l'écœurement intervienne pour que les mesures qui s'imposaient soient enfin envisagées *post festum*.

Nous l'avons vu, le capitalisme ne peut être considéré comme autorégulé que si nous intégrons à son autorégulation l'intervention ponctuelle de l'État, dont le principe est précisément l'inverse de l'action spontanée des marchés. Le capitalisme n'est pas non plus autoadaptatif. Enfin, et plus tragiquement encore, le progrès accompli dans la compréhension de son mécanisme constitue en soi, pour lui, un facteur de déséquilibre. Interdire sa fin inéluctable à l'occasion de l'une de ses crises – la crise présente pouvant être celle-là – implique donc de pallier l'absence d'autorégulation en introduisant de manière judicieuse les règlements qui préviendront l'alternance de laissez-faire et d'interventions musclées de l'État qui caractérise la période présente

(c'est pourquoi nous prônons un projet de Constitution pour l'économie [1]), de pallier également l'absence d'auto-adaptation en protégeant les connaissances acquises dans la compréhension des mécanismes financiers et économiques contre la censure exercée par le pouvoir de l'argent ; implique enfin l'éradication des facteurs qui prédisposent aux effets d'emballement, dont tout progrès de nos connaissances en matière économique et financière amplifie les effets, et dont nous avons signalé qu'ils résident dans les occasions de spéculer sur les prix, dans l'effet de levier et dans les paris directionnels, créateurs de risques, des produits dérivés.

Est-ce à dire qu'il faille fixer les prix ? La mesure serait certainement excessive. Mais cela signifie-t-il pour autant qu'il ne faille en fixer aucun ? Prohiber l'emprunt serait excessif. Mais interdire certains usages des sommes empruntées ne le serait peut-être pas, en particulier si l'usage envisagé était précisément de spéculer sur les prix. Prohiber les produits dérivés serait excessif et même malvenu, puisqu'ils autorisent les stratégies de couverture qui réduisent le risque accompagnant les variations non spéculatives d'un prix (dues à des facteurs naturels). Mais faut-il pour autant autoriser les positions « nues » sur les dérivés qui créent artificiellement du risque là où il était absent ?

---

1. Paul Jorion, « L'économie réclame une Constitution », *Le Monde*, 4 septembre 2007.

Un principe unique dont l'application permettrait d'éliminer la prédisposition actuelle du capitalisme au désastre – et qui constituerait donc un candidat sérieux en tant qu'article d'une future « Constitution pour l'économie », serait dès lors celui-ci : « Les paris relatifs à l'évolution d'un prix sont interdits ».

XIII

La compréhension des crises financières et de leur répétition

Science et intérêts

Toute science associée à un savoir appliqué voit son destin lié aux enjeux financiers que ce dernier suscite. Les profits générés par ce savoir appliqué peuvent être mobilisés pour orienter les développements futurs de cette science en promouvant les vues qui lui sont favorables et en dénigrant ou négligeant délibérément celles qui lui feraient obstacle. L'économie et la finance n'échappent pas à ce principe général.

L'économie et la finance sont des activités serties dans le fonctionnement des sociétés humaines et sont déterminées par les rapports de forces qui caractérisent

celles-ci. La description scientifique de l'économie et de la finance met en évidence le mécanisme de ces rapports de forces et souligne l'arbitraire qui préside au fait qu'ils bénéficient à certains individus plutôt qu'à d'autres. Il n'est dès lors pas surprenant que ces bénéficiaires entreprennent une promotion systématique des théories de ces deux champs qui les représentent comme déterminés par d'autres principes que les simples rapports de forces entre parties impliquées, voire qui représentent ces deux champs comme n'étant pas même sertis dans le fonctionnement des sociétés humaines, et font croire par exemple que leur mécanisme est autonome et soumis non pas à des règles juridiques et éthiques, mais à des forces du même type que celles qui président aux mouvements d'astres lointains.

L'économie politique, qui proposa la description scientifique de l'économie et de la finance jusqu'à la fin du XIXe siècle et qui était produite au sein des milieux scientifiques classiques, situait les rapports de forces au cœur des activités économiques et financières, et décrivait le processus de la formation du prix comme un phénomène de frontière entre une population de vendeurs et une population d'acheteurs, le prix se constituant sur le fil de leur confrontation : il se maintient avec de faibles variations lorsque ces deux populations sont sensiblement égales, il baisse lorsque les vendeurs sont en surnombre, il monte lorsque ce sont au contraire les

acheteurs qui sont les plus nombreux ; un prix bas attire de nouveaux acheteurs, alors qu'un prix haut attire de nouveaux vendeurs, ce qui conduit à des oscillations qui peuvent, le cas échéant, déboucher sur une quasi-extinction des acheteurs (krach) ou sur une quasi-extinction des vendeurs (bulle financière sur le point d'éclater). De telles oscillations se rencontrent déjà dans la nature lorsque deux populations sont en concurrence.

La « science » économique, produite par les milieux d'affaires en leur sein même ou dans leurs antennes au sein du milieu universitaire, présenta au contraire la formation du prix comme un processus abstrait, né au point de rencontre de quantités représentant d'une part l'offre et d'autre part la demande. Dans la perspective adoptée par l'économie politique, l'identité des acheteurs et des vendeurs est essentielle à la compréhension de la formation du prix. Dans celle adoptée par la « science » économique, elle est bien entendu indifférente, ce qui assure à ceux qui commanditent cette approche l'anonymat qu'ils recherchent.

De même, pour l'économie politique, le rapport de forces entre trois populations – les salariés qui apportent au processus de production leur travail, les investisseurs qui font les avances en moyens de production (équipements, matières premières) et les dirigeants d'entreprise qui contractent avec les investisseurs, organisent et supervisent le processus de production – préside à la

distribution du surplus généré par l'activité humaine. Tout comme la formation du prix est un phénomène de frontière où le prix se constitue sur le fil de la confrontation entre acheteurs et vendeurs, l'intérêt est un phénomène de frontière entre investisseurs et dirigeants d'entreprise où le taux d'intérêt se constitue sur le fil de leur confrontation, et l'inflation est un phénomène de frontière entre dirigeants d'entreprise et salariés où son taux se constitue, là encore, sur le fil de leur confrontation.

Pour la « science » économique, le surplus n'existe cependant pas, et, n'existant pas, la question de sa distribution ne se pose pas non plus, ni a fortiori celle de la confrontation entre les parties impliquées dans le processus de sa création. Là où elle aurait dû parler du surplus, elle parle à la place de masse monétaire, et là où elle aurait dû évoquer la part du surplus revenant aux salariés, elle met en avant les revendications salariales comme la principale cause de déséquilibre des systèmes économiques et financiers, car source d'inflation, cette dernière étant présentée comme un phénomène de nature monétaire pouvant être combattu en manipulant les taux d'intérêt en raison de l'impact de ceux-ci sur la masse monétaire [1].

Dans les périodes qui précèdent les crises – celles où la spéculation bat son plein –, les bénéficiaires des rapports de forces prévalants ont l'occasion de se constituer

---

1. J'ai proposé un exposé approfondi de ces points dans *L'Implosion, op. cit.*, pages 224-231.

des fortunes personnelles considérables qui leur permettent d'investir dans la production de la « science » économique véhiculant une représentation de l'économie et de la finance où leur mécanisme réel est caché. Ils consacrent une partie des fonds auxquels ils ont accès à la fondation et au financement d'établissements de recherche, de chaires, de *think tanks*, de « boîtes à idées » ayant à leur tête des hommes à eux. Comme l'écrit Susan George : « L'argent permet ainsi d'organiser la notoriété et le "champ" dans lequel se dérouleront des "débats" créés de toutes pièces[1]. »

Une dialectique s'établit au fil des ans entre les théoriciens qui, dans une perspective scientifique, s'efforcent de représenter l'économie et la finance telles qu'elles sont, et ceux qui, cooptés et promus par les bénéficiaires des savoirs appliqués, économiques et financiers, s'efforcent de les représenter de la manière la plus favorable à la reproduction de leurs bénéfices.

Les causes de la Grande Crise selon Bernanke

L'actuel président de la Federal Reserve Bank, Ben S. Bernanke, est l'un des bénéficiaires en vue du savoir appliqué, économique et financier ; il offre aussi un

1. Susan George, « Mythologies économiques : comment la pensée devient unique », *Le Monde diplomatique*, août 1996, http://www.monde-diplomatique.fr/1996/08/GEORGE/5779.

excellent exemple de la manière dont est produite la « science » économique. Bernanke est aujourd'hui reconnu comme l'un des principaux experts des événements de 1929 et des années de crise qui s'ensuivirent. Son livre, *Essays on the Great Depression*[1], fait, nous dit-on, autorité sur la question. Qu'a-t-il apporté à notre compréhension de la Grande Crise ?

Son approche est, comme il fallait s'y attendre, monétariste, et pour lui la cause majeure des événements de 1929 se situe dans la décision de la Federal Reserve Bank de maintenir la parité du dollar avec l'or, parité à laquelle le président Nixon devait renoncer en 1971. Comme facteur aggravant, Bernanke met en avant la résistance des employeurs à utiliser l'arme du licenciement pour recourir de préférence à la réduction du temps de travail journalier des salariés.

Dans la recension qu'il a consacrée aux *Essays on the Great Depression* – en réalité un recueil d'articles –, Robert Margo, professeur d'économie à Vanderbilt University, souligne le glissement qui s'opère au fil des années, sous la plume de Bernanke, quand il évoque la décision des patrons de réduire le temps de travail journalier plutôt que de recourir à la suppression de postes : présentée initialement comme non significative d'un point de vue statistique, elle finit par devenir une cause

1. Princeton University Press, 2000.

déterminante[1]. Le président de la Fed propose une interprétation de « science » économique de la Grande Crise, monétariste dans sa formulation, et mettant en avant la combativité des salariés comme principal obstacle à l'atteinte d'un équilibre économique. On verra, quand j'aurai examiné ci-dessous les vraies causes de la Grande Crise, pourquoi il est possible d'appliquer aux analyses de Bernanke l'expression qu'utilisa Galbraith pour caractériser la politique du président Hoover en 1929 : « Le triomphe du dogme sur la pensée[2]. »

Les causes de la Grande Crise selon Galbraith

Dans *The Great Crash*, publié en 1954, John Kenneth Galbraith avait offert un tout autre portrait de la Grande Crise et analysé les raisons qui devaient, selon lui, empêcher son renouvellement. Il envisageait aussi les rares circonstances qui pourraient permettre à une crise similaire de se reproduire.

Au moment où la crise éclata, en 1929, la disparité des revenus s'était dramatiquement creusée aux États-Unis. Galbraith expliqua pourquoi une catastrophe du

1. Robert A. Margo, recension de Ben S. Bernanke, *Essays on the Great Depression*, H-Net Reviews in the Humanities and Social Sciences, 2000, http://www.h-net.org/reviews/showpdf.cgi?path=222963252660.

2. John Kenneth Galbraith, *The Great Crash, op. cit*, page 191.

même ordre ne pouvait plus, selon lui, se reproduire en 1954 : « La répartition des revenus n'est plus aussi déséquilibrée. Entre 1929 et 1948, la part des revenus attribuée aux 5 % de la population aux revenus les plus élevés, qui était de près d'un tiers, est tombée à moins d'un cinquième du total[1]. » Les choses évoluèrent cependant rapidement dans les années qui suivirent : la part attribuée aux 5 % de la population américaine les plus riches allait grimper régulièrement pour atteindre 54,42 % en 1989, puis 57,70 % en 2000, date du recensement le plus récent. La finance a joué un rôle déterminant dans la disparité croissante des revenus aux États-Unis : en 1980, les salariés du monde financier touchaient en moyenne 10 % de plus que ceux des autres secteurs ; en 2007, l'écart était passé à 50 %. Les profits du secteur financier américain représentaient 13 % du total en 1980 ; en 2007, cette proportion avait plus que doublé, passant à 27 %. La part de la croissance consacrée aux salaires représentait aux États-Unis 56,5 % en 1981 ; en 2006, elle était tombée à 51,7 %. Au premier rang des facteurs déclencheurs des deux crises, donc : la part croissante du surplus économique aboutissant entre les mains des dirigeants d'entreprise et des investisseurs – au détriment des salariés, bien entendu.

En plus de la disparité des revenus, Galbraith mentionnait parmi les autres facteurs à l'origine de la crise

1. *Id.*, page 196.

de 1929 le déficit de la balance commerciale des États-Unis, un allégement de la fiscalité pour les plus nantis et l'indifférence envers la spéculation – en particulier l'absence de mesures susceptibles de maîtriser celle-ci en augmentant les marges exigées des spéculateurs lors de leurs opérations. Tous ces facteurs jouèrent un rôle similaire en 2007.

Parmi les circonstances qui pouvaient empêcher, selon Galbraith, que les mesures nécessaires soient envisagées malgré la prise de conscience de l'imminence d'une crise du même ordre que celle de 1929 : le fait que les difficultés apparaissent en période préélectorale, interdisant de ce fait la prise de décisions impopulaires.

Convaincu que le souvenir des événements de 1929 constituerait un puissant repoussoir, Galbraith imaginait que la Fed ferait preuve d'une bien plus grande détermination qu'elle n'en montra durant les six premières années des deux administrations George W. Bush. Il écrivait en effet : « Les pouvoirs du conseil de la Federal Reserve – que l'on appelle aujourd'hui le conseil des gouverneurs, le Système de la Réserve fédérale – ont été renforcés sous les deux aspects de la relation aux banques de réserve et des banques membres [1]. » Allant plus loin, il n'hésitait pas à imaginer que Wall Street aurait à cœur d'étouffer dans l'œuf une crise imminente.

1. John Kenneth Galbraith, *The Great Crash, op. cit.*, page 194.

Il écrivait à ce propos que, « puisqu'un effondrement spéculatif succède nécessairement à un boom spéculatif, on peut espérer que Wall Street exercerait un contrôle strict en cas de résurgence de la spéculation. Banquiers et courtiers exigeraient que l'on relève jusqu'à leur limite les *marges* [les provisions exigées des spéculateurs pour leurs opérations, souvent 5 % du montant] ; on demanderait à Wall Street d'appliquer cette exigence avec rigueur contre ceux qui tenteraient d'emprunter en mettant en gage leurs propres actions et obligations afin d'en acheter davantage. On rappellerait avec force au public les risques inhérents au fait d'acheter des actions en visant leur plus-value [1]. »

Faut-il préciser qu'il n'en a rien été ? La présence d'Alan Greenspan à la tête de la Fed, de 1987 à 2006, allait signifier au contraire vingt années sous la bannière d'une version extrémiste du laissez-faire, inspirée du « libertarisme [2] » militant d'Ayn Rand, son mentor.

La prévention des bulles financières

Comme la bulle boursière des start-up allait le démontrer au tournant du millénaire, dans une bulle financière, le cours des actions s'envole sans le moindre effort de

1. John Kenneth Galbraith, *The Great Cash, op. cit.*, page 198.
2. L'expression d'« anarcho-capitalisme », introduite par Dany-Robert Dufour, est également adéquate.

la part des dirigeants d'entreprise et des investisseurs qui en bénéficient – directement pour les investisseurs, indirectement, par l'intermédiaire des stock-options, pour les patrons. Il n'existe donc pour eux aucune incitation – bien au contraire – à décourager le développement d'un tel phénomène. De même, lors d'une bulle immobilière, si les propriétaires trouvent leur profit dans le fait que le prix de leur logement s'envole, les bailleurs de fonds y découvrent eux aussi l'occasion de prêter davantage, et les promoteurs, de construire plus. Alors, à qui revient la responsabilité d'empêcher une bulle financière d'apparaître puis d'enfler ?

En fait, selon Alan Greenspan, aucune instance n'en a la responsabilité. Interrogé à ce sujet, il déclarait en décembre 2007 : « Après avoir observé durant un demi-siècle de nombreuses bulles de prix se développer et éclater, j'en suis arrivé à regret à la conclusion que les bulles ne peuvent être désamorcées sans danger par une politique monétaire ou par d'autres initiatives avant que la fièvre spéculative ne s'éteigne d'elle-même. Il est clair que les banques centrales des différents pays auraient pu faire pour tempérer la manifestation la plus récente de cette disposition humaine à l'euphorie rappelant d'ailleurs par certains aspects la tulipomanie en Hollande au XVIIe siècle ou la bulle des mers du Sud au XVIIIe en Angleterre [1]. »

1. Alan Greenspan, « The Roots of the Mortgage Crisis », *The Wall Street Journal*, 12 décembre 2007.

À partir des années 70, la situation des salariés américains se dégrada lentement, et si les effets de leur perte effective de pouvoir d'achat furent partiellement masqués, ce fut uniquement du fait qu'un système complexe de crédit à la consommation se mit en place, par quoi l'endettement personnel compensait la perte du pouvoir d'achat fondé sur les revenus, la bulle de l'immobilier offrant, pour ceux d'entre eux qui étaient propriétaires, la plus-value sans cesse croissante de leur logement comme collatéral aux emprunts qu'ils contractaient. Cette classe salariale, où l'endettement des ménages en 2004 atteignait 120 % de leurs revenus annuels bruts, devenait, au fil des années, de plus en plus vulnérable aux fluctuations de la conjoncture dans un pays à couverture sociale extrêmement ténue.

En 2004, le budget des ménages américains entra en régime de « cavalerie », dépendant chaque jour davantage, pour les dépenses de consommation, de la persistance de la bulle de l'immobilier où seule l'arrivée constante de nouvelles recrues permettait à ceux qui étaient déjà propriétaires de maintenir leur présence[1]. Tout ralentissement dans ce recrutement ne pouvait que provoquer une stagnation du prix de l'immobilier qui conduirait l'édifice dans son ensemble à s'effondrer. Lorsqu'un tel ralentissement intervint, furent tout

1. Cette dynamique est expliquée de manière détaillée dans *L'Implosion, op. cit.*, pages 19-48.

d'abord entraînés dans la chute les ménages dont la capacité à acquitter leurs mensualités reposait sur le prix sans cesse croissant des maisons, des emprunts successifs leur permettant seuls de faire face à leurs engagements. Furent ensuite atteints les ménages qui avaient spéculé sur le gonflement de la bulle en s'achetant plusieurs habitations ou en s'étant acheté un logement trop vaste en vue de maximiser l'effet de levier qu'autorise l'emprunt. L'immobilier résidentiel, ébranlé par la remise sur le marché d'un nombre d'habitations en hausse croissante, entraîna enfin dans sa plongée les ménages qui avaient conçu leur logement comme la tirelire qui leur permettrait de jouir un jour d'une retraite confortable.

Le retour du même

Le rapprochement spontanément fait par les commentateurs entre 2007 et 1929 est donc amplement justifié : les manifestations des deux crises sont les mêmes, leurs causes, pratiquement identiques. Même origine, en effet, dans une spéculation immobilière commençant dans les deux cas en Floride. La spéculation dans l'immobilier et sur les marchés boursiers résultait déjà, en 1929, d'une disparité croissante des revenus et d'une concentration de la richesse entre quelques mains. Les grandes fortunes étaient à la recherche de rendements élevés

pour leurs placements et déléguaient leurs efforts à des établissements financiers dont le nom a simplement changé : appelés *investment trusts* à l'époque et *hedge funds* aujourd'hui. Ces officines avaient alors trouvé le moyen de découpler leurs opérations de leur responsabilité financière et utilisaient massivement l'effet de levier pour multiplier leurs chances de gain. Rien de nouveau sous le soleil : les mêmes causes engendrèrent les mêmes effets.

Si le portrait dressé par Galbraith en 1954 avait prévalu, il aurait été clair qu'étaient réunies en 2007 les mêmes conditions qui avaient existé en 1929, et qu'une crise similaire était donc sur le point d'éclater. La substitution de théories fausses aux théories vraies n'est pas innocente, puisqu'elle autorise le retour de crises que la prise de conscience qu'une configuration familière – prélude à un désastre – s'est reconstituée permettrait au contraire d'éviter.

S'il a été possible à la crise qui éclata en 2007 de reproduire celle de 1929, c'est parce que la compréhension de cette dernière s'est perdue à l'occasion d'un processus de sélection entre les différentes explications qui en ont été offertes, la fausse éliminant la vraie grâce à l'investissement massif consenti dans l'enseignement et dans la production de la « science » économique par ceux dont l'intérêt est que cette théorie fausse prévale.

Avec le retour de la crise, la réalité réaffirme bien

entendu ses droits. À la théorie vraie sur son origine, la crise offre l'occasion d'un retour. Lorsque la stabilité se réinstaure provisoirement, les conditions se reconstituent cependant également pour conduire tendanciellement au même glissement progressif vers une représentation fausse mais plus favorable aux intérêts des bénéficiaires des rapports de forces existants au sein de l'économie et de la finance. Une telle alternance dialectique est inévitable tant que le cadre demeure identique. Des tentatives radicales de rebâtir l'économie et la finance sur des bases entièrement neuves ont eu lieu, mais il s'est agi à chaque fois de paris coûteux, prompts à l'aveuglement face à d'éventuelles conséquences négatives, et pouvant par conséquent – comme l'a tristement confirmé l'histoire – se révéler désastreux.

Un autre moyen de prévenir le retour des crises – moins coûteux, mieux à même de se prêter à des rectifications de tir – consisterait à tenir pleinement compte du fait que l'économie et la finance sont serties dans le fonctionnement des sociétés, et à leur faire dépasser le stade présent, où leurs dispositions à l'autorégulation et à l'autoadaptation ne se distinguent pas de celles d'un processus naturel laissé à lui-même. Il convient de les faire bénéficier d'un progrès similaire à celui qu'a connu le politique avec l'avènement de la démocratie, qui constitue, elle, une institution que les hommes se sont offerte à eux-mêmes grâce à leur réflexion propre, et

qu'ils ont mise en œuvre en remplacement du processus naturel spontané qui la précédait : celui qui aboutit inéluctablement à l'écrasement des plus faibles par les plus forts.

Si l'on tire les leçons de la crise actuelle comme de toutes les précédentes, les mesures qu'il conviendrait de prendre pour empêcher leur retour peuvent être élevées au niveau de principes et inscrites à ce titre au sein d'une Constitution. Le seul obstacle empêchant de procéder de cette manière serait l'absence de volonté : les causes de la crise actuelle sont connues, elles sont identiques à celles de la crise précédente, dont les causes étaient elles-mêmes déjà connues en son temps – même si l'oubli a été imposé à ce savoir.

XIV

Voir les choses autrement

Questions

La crise que traverse en ce moment la finance était-elle évitable ? Et, si oui, la régulation était-elle le moyen qui aurait permis de l'éviter ?

La réponse à ces deux questions est oui.

La réglementation qui aurait permis de prévenir la crise des *subprimes* à proprement parler avait été votée en 1999 par l'État de Caroline du Nord pour mettre fin aux pratiques dites de « prêt rapace » (*predatory lending*). Si cette législation avait été étendue à l'ensemble des États américains, elle aurait empêché qu'éclate la crise des *subprimes* en février 2007. Le maintien du Glass-Steagall Act datant de 1933, abrogé en 1999, aurait

empêché, lui, que la crise des *subprimes* dégénère en tarissement du crédit, comme ce fut le cas en août 2007.

Mise en application en 1999, la loi « anti-prêt rapace » de Caroline du Nord interdit l'ensemble des pratiques de vente et des formules de prêts hypothécaires qui ont été à l'origine de la crise des *subprimes*. Son suivi au fil des ans a révélé que la loi avait pleinement atteint son but : elle interdisait l'allocation de prêts hypothécaires à des consommateurs incapables de rembourser les sommes empruntées, et, ce faisant, elle prévenait le développement d'une bulle immobilière. Les formules de prêts encourageant la spéculation sur l'immobilier résidentiel étaient expressément bannies, ainsi que celles où le consommateur, en régime de « cavalerie », finançait ses traites en contractant de nouveaux emprunts.

La loi de Caroline du Nord fut combattue sans succès par la Mortgage Bankers Association, l'association professionnelle des organismes de financement du crédit au logement. Elle survécut à cet assaut, et c'est ce qui nous permet de vérifier aujourd'hui qu'elle constituait bien la solution du problème. Le harcèlement par la Mortgage Bankers Association et par des lobbies apparentés dans les autres États empêcha cependant ceux-ci d'emboîter le pas à la Caroline du Nord.

Le conseil des gouverneurs de la Federal Reserve approuva unanimement, le 14 juillet 2008, des mesures quasi identiques à la loi de Caroline du Nord. La

Mortgage Bankers Association applaudit alors des deux mains. Voici un extrait de son communiqué de presse :

« Ces règles constituent un effort raisonné pour venir à bout de problèmes épineux et tentent d'équilibrer le besoin de nouvelles normes et le besoin de crédit immobilier aisément disponible et à coût relativement modéré. »

Bien que certaines règles comptables doivent également être incriminées (en particulier le FASB [Financial Accounting Standards Board] 140, qui autorise la mise hors bilan dans les opérations de titrisation), une très grande part de responsabilité dans le tarissement du crédit qui résulta de la crise des *subprimes* doit être imputée à l'abrogation du Glass-Steagall Act, loi introduite en 1933 pour empêcher que ne se renouvellent certains des abus constatés à la veille du krach de 1929, quand les banques commerciales américaines puisèrent dans les dépôts de leurs clients pour se livrer à une spéculation débridée. Le Glass-Steagall Act imposa une nette séparation entre l'activité des banques commerciales (le dépôt et le prêt) et celle des banques d'affaires (le courtage et l'investissement). Durant les années 90, les *Fire* (pour *finance, insurance and real-estate* [immobilier]) consacrèrent 200 millions de dollars à une campagne visant à l'abrogation de cette loi, auxquels il faut ajouter les 150 millions de dollars versés à titre de contributions aux campagnes électorales des membres des commissions bancaires. La loi fut abrogée de facto en 1999 lors de son remplacement par le Gramm-Leach-Bliley Act.

En 1987, lors d'une première tentative d'abrogation, Paul Volcker, alors président de la Fed, avait exprimé ses réserves, arguant que les banques investiraient les fonds de leurs déposants dans les titres boursiers et obligataires de firmes dont elles seraient par ailleurs les émettrices, qu'elles relâcheraient les critères d'allocation du crédit pour accorder à ces firmes des prêts avantageux en vue de doper leurs titres, et se réserveraient les obligations de bon aloi tout en revendant les autres au public – pratique commune durant la période qui précéda l'application du Glass-Steagall Act.

Les faits confirmèrent l'analyse de Volcker : les activités spéculatives reprirent de plus belle au sein des banques, qui canalisèrent les fonds de leurs déposants vers les opérations potentiellement les plus rentables du fait de leur volatilité, autrement dit les plus risquées. Seules les pertes cinglantes qu'elles allaient subir sur les *asset-backed securities* (ABS) et les *collateralized debt obligations* (CDO) adossées à des prêts immobiliers *subprime* devaient y mettre le holà.

Les banques centrales et les taux

La finance, chacun en convient, doit être davantage régulée qu'elle ne l'est aujourd'hui. Est-ce à dire que toute règle introduite à n'importe quel endroit serait une bonne règle ? Bien entendu non ! Est-ce à dire qu'il n'est

aucun endroit au monde où il ne vaudrait pas mieux supprimer une règle déjà en vigueur ? Il faut répondre également non – et que la manipulation des taux d'intérêt à court terme par les banques centrales semble être le meilleur endroit pour une telle suppression.

On a assisté, au début du mois de juillet 2008, à un bras de fer entre le président français et le président de la Banque centrale européenne. Fallait-il maintenir le taux directeur de la BCE à 4 %, comme le voulait M. Sarkozy, ou bien le porter à 4,25 %, comme le voulait M. Trichet ?

Le président français dit en substance : J'ai un mandat, je suis légitime en tant que président de la République française, et je me demande s'il est raisonnable de porter les taux européens à 4,25 % alors que les Américains ont des taux à 2 %. Question excellente : l'écart devenait très significatif, et, avec un tel handicap, il serait devenu beaucoup plus difficile aux économies européennes de concurrencer l'économie américaine.

Le président de la BCE répondit : « J'ai dit que nous avions un mandat qui nous a été donné par les démocraties européennes, et que ce mandat est la stabilité des prix. » La stabilité des prix, sans doute, mais par quel mécanisme ?

La réponse fut donnée le 5 juillet à Claire Gatinois, du *Monde*, par Gilles Moëc, économiste à la Bank of America :

« La BCE a donné un signal, elle a montré aux syndi-

cats que d'éventuelles revendications salariales ne serviraient à rien. Que, dans ce cas, elle relèverait encore les taux, annulant les effets des hausses de salaires. Pour la BCE, les salariés doivent maintenant accepter une baisse de leurs revenus afin d'éviter que des gains salariaux aujourd'hui ne pénalisent l'emploi demain. C'est une course entre modération salariale et marché de l'emploi. »

Le mécanisme permettant à la hausse du taux directeur de la BCE d'assurer la stabilité des prix consiste en fait à priver les salariés du droit à la parole.

M. Sarkozy dispose d'un mandat qui lui fait dire « taux plus faible », et M. Trichet dispose du sien, qui lui fait dire « taux plus élevé ». Que faire ?

Ce qu'il faudrait faire, c'est démonter le mécanisme dont l'un et l'autre supposent qu'il est à l'œuvre, et remettre en question le fait que le niveau des salaires, tout comme le niveau des taux à court terme, d'ailleurs, soit déterminé par des manipulations opérées par les banques centrales.

La réponse à cette problématique est indépendante de la qualité ou de l'expertise de ceux qui prennent de telles décisions au sein des banques centrales : elle vaut aussi bien pour tout comité d'experts qui déciderait de se pencher dessus. Les taux à court terme n'ont pas à être manipulés par qui que ce soit, en particulier pas pour résoudre de manière détournée des questions qui ne re-

lèvent pas de l'ordre économique, mais du politique, comme le rapport de forces existant entre dirigeants d'entreprise et salariés.

Expliquons cela.

Les taux d'intérêt déterminent la part que réclament les investisseurs aux dirigeants d'entreprise à qui ils avancent des fonds. Quand les affaires sont bonnes, les dirigeants d'entreprise peuvent payer davantage ; quand elles sont moins bonnes, il leur faut faire comprendre aux investisseurs que, à moins de tuer la poule aux œufs d'or, ils ne pourront s'acquitter que d'un taux plus faible. Les taux reflètent donc l'état général de l'économie : la croissance ou la décroissance, selon les circonstances.

Les taux déterminent la part du surplus que les dirigeants d'entreprise accordent aux financiers qui leur ont avancé les fonds nécessaires à la création d'une nouvelle richesse ; ils résultent d'une négociation entre eux (sur les taux longs, en tout cas, et ce serait également le cas sur les taux courts si les banques centrales n'intervenaient pas). Quand les taux sont bas, les dirigeants d'entreprise y gagnent, les financiers y perdent. Quand les taux sont élevés, c'est l'inverse : les financiers y gagnent, les dirigeants d'entreprise y perdent.

Comme on aura pu le noter au fil de cet ouvrage, très rares sont les cas où les mécanismes dits « de marché » sont effectivement autorégulés, et c'est ce qui justifie

pleinement que l'on s'abstienne d'interférer avec ceux, en très faible nombre, qui le sont.

Le surplus, l'argent qui reste aux dirigeants d'entreprise une fois rémunérés les investisseurs qui leur ont avancé les fonds, il leur faut le partager avec les salariés. Joue là aussi un rapport de forces, et il s'agit donc d'une question « politique » au sens propre du terme. J'ai suggéré plus haut que les dirigeants d'entreprise et les investisseurs devraient être libres de déterminer les termes des contrats par lesquels ils s'engagent les uns vis-à-vis des autres. Le même principe devrait s'appliquer aux salariés. Si ce dernier point mérite d'être explicité, c'est qu'il n'est plus du tout abordé de cette manière. Les États – représentations des peuples – ont délégué « par mandat » aux banques centrales, comités d'experts spécialistes de la monnaie et du crédit, la tâche d'assurer la stabilité des prix en intimidant les salariés par la menace du chômage. C'est là une très mauvaise méthode : elle n'a aucun avenir, et, dans l'état actuel de délabrement de la finance, elle a d'ailleurs cessé de fonctionner de la façon que souhaitaient les banques centrales.

Du fait que les taux d'intérêt sont déterminés par le rapport de forces entre dirigeants d'entreprise et investisseurs, ils vont se placer d'eux-mêmes à un niveau qui reflétera la bonne ou la mauvaise santé de l'économie. Voilà une première et excellente raison pour cesser d'in-

terférer avec eux. Seconde raison : la manipulation des taux d'intérêt se substitue au débat qui devrait avoir lieu entre dirigeants d'entreprise et salariés sur la redistribution du surplus créé par les entreprises. Car on assiste à deux choses bien différentes : ce dont les banques centrales essaient de nous convaincre quand elles manipulent les taux, et ce qu'elles font effectivement. Les banques centrales nous disent qu'en manipulant les taux elles nous prémunissent contre l'inflation, protègent le pouvoir d'achat, défendent la monnaie. Or ce n'est pas du tout cela qu'elles font : ce n'est pas l'inflation qu'elles combattent, ce sont les hausses de salaires !

Un jour, et pour une raison non précisée, sir Alan Budd a vendu la mèche. On en trouve trace dans un article du *New Statesman* cité par Herbert Schui [1] :

« Sir Alan Budd, qui travaillait au ministère des Finances britannique dans les années 70 et qui a été un des promoteurs les plus radicaux du monétarisme dans les années 80, quand Margaret Thatcher était à la tête du gouvernement, a expliqué très clairement ce que cela signifiait sur le plan politique : le but du monétarisme a été et reste l'affaiblissement systématique de la position des salariés. Selon Budd, nombre de ceux qui étaient alors au gouvernement "n'ont jamais cru que l'on

1. Herbert Schui, « La BCE, la stabilité des prix et la politique monétaire », in « La crise financière : crise de système, crise de croyance ? », *Savoir/Agir*, n° 4, juin 2008, pages 107-116.

pouvait combattre l'inflation par le monétarisme. Ils reconnaissaient certes que le monétarisme pouvait être très utile pour augmenter le chômage. Et l'augmentation du chômage était plus que souhaitable pour affaiblir la classe ouvrière dans son ensemble" (*The New Statesman*, 13 janvier 2003, page 21). »

On affirme au public : « inflation = salaires trop élevés ». Dans l'illustration du mécanisme de l'inflation que j'offre dans *L'Implosion*, je fais observer : « Si le patron avait pris sur lui d'augmenter les salaires sans répercuter cette hausse dans le prix de ses produits, autrement dit s'il avait réduit sa marge bénéficiaire, il n'y aurait pas eu d'inflation » (page 228). Il y a inflation quand les augmentations de salaires sont automatiquement répercutées dans le prix des produits que les salariés fabriquent, mais c'est uniquement parce que la part des dirigeants d'entreprise est considérée, elle, comme intangible !

Quand les banques centrales baissent les taux, cela favorise les dirigeants d'entreprise contre les investisseurs, et encourage les salariés à s'endetter davantage pour compenser la baisse tendancielle des salaires qui a eu lieu au fil des ans, la part combinée des dirigeants d'entreprise et des investisseurs n'ayant pas cessé de grimper de son côté ; hausser les taux favorise les investisseurs contre les dirigeants d'entreprise, et met les salariés au chômage. À ces manipulations des taux par les banques centrales, les salariés, eux, n'ont rien à gagner de toutes les manières.

Qu'on retire donc aux banques centrales le droit de manipuler les taux d'intérêt, et il en découlera une conséquence mirobolante : une question qui relève de l'économie, comme le niveau des taux d'intérêt, sera à nouveau réglée par l'économie.

XIV

Les tâches et les responsabilités qui sont aujourd'hui les nôtres

Expliquer la nature en ses propres termes

On trouve sous la plume de Schelling cette pensée merveilleuse que l'homme est le moyen que la nature s'est donné pour prendre conscience d'elle-même. Les manifestations de cette prise de conscience ont adopté des formes diverses selon les lieux et les époques, et, au sein d'une culture particulière, telle la nôtre, révèlent un processus en constante évolution. Faut-il alors reconnaître l'ensemble de ces manifestations comme également valides, la nature ayant eu autant de manières de prendre conscience d'elle-même qu'il y eut d'opinions exprimées ?

Aux débuts historiques de notre culture occidentale (la Chine est différente), un trait des représentations que l'homme se fait de la nature et de lui-même en son sein est que les explications produites ne parviennent pas à rester confinées dans le cadre qu'offre la nature elle-même ; elles ne peuvent s'empêcher de s'en échapper constamment et invoquent un au-delà de leur contexte : une mythologie d'agents inobservables et proprement « sur-naturels ». La plupart des systèmes de croyance traditionnels sont de ce type, qui doivent couronner leurs chaînes explicatives par un *primus movens*, un dieu introduit à un niveau arbitraire de la chaîne, censé rendre compte en dernière instance d'une famille de phénomènes liés entre eux par des raisons essentiellement affectives.

C'est là qu'il convient de situer le critère de qualité minimal que doit présenter une conscience de la nature par elle-même : qu'elle trouve à se déployer entièrement au sein de son propre cadre, sans aucun débordement. La distinction est simple et permet d'écarter une multitude de tentatives ne présentant sur le plan conceptuel qu'un intérêt « documentaire » – même si elles jouèrent un rôle primordial dans l'histoire de l'espèce humaine.

La pensée chinoise traditionnelle (essentiellement athée) a accompli cette tâche, et, au sein de notre tradition, Aristote est le premier a avoir réussi cette gageure en proposant un système complet, composé, d'une part,

d'observations empiriques de la nature, d'autre part, de « raisonnements » fondés sur celles-ci. Avec la philosophie d'abord, puis avec la « philosophie naturelle » qu'offre la science, ensuite, des représentations de la nature sont produites qui ne requièrent rien d'autre, comme termes d'un raisonnement, que sa décomposition en ses éléments et la description de l'interaction de ceux-ci à différents niveaux d'agrégation.

Le raisonnement, c'est évidemment, pour Aristote, la faculté d'engendrer le syllogisme, c'est-à-dire la possibilité d'associer deux concepts par le truchement d'un troisième – le moyen terme – auquel chacun d'eux est lié. La Raison s'assimile à la puissance du syllogisme d'étendre, par ce moyen, la « sphère d'influence conceptuelle » de chaque terme de proche en proche, de syllogisme en syllogisme, de manière potentiellement infinie. Ce pouvoir, c'est celui d'exporter une certitude acquise au-delà de son cercle immédiat. C'est dans la prise de conscience de la puissance du syllogisme par Socrate, Platon et Aristote, mais aussi par leurs adversaires sophistes, Protagoras et Gorgias, que réside le miracle grec : *la capacité d'expliquer la nature en ses propres termes*.

Le moyen que la nature s'est offert pour se surpasser

Notre espèce est, il faut bien le dire, mauvaise et agressive. Mal protégée dans son corps, elle n'a dû qu'à sa prédisposition à la rage de survivre aux affronts de la nature, dont elle est une part, mais qui, aussi, l'entoure et, comme pour toute autre espèce, l'assiège. Les débuts de notre prise de conscience de la place qui est la nôtre au sein de ce monde furent caractérisés par notre déni de cette hostilité de la nature envers nous. Les agents surnaturels que nous avons invoqués au fil des âges, dans nos religions et nos superstitions communes, nous permirent de construire l'image d'une nature beaucoup plus aimable à notre endroit qu'elle n'est en réalité. En faisant intervenir dans nos explications des dieux créateurs du monde et des anges secourables, nous avons transformé les éléments qui provoquaient à juste titre notre frayeur en innocents trompe-l'œil masquant un réel bienveillant existant au-delà des apparences : l'activité invisible de divers esprits signifie que la mortalité n'est qu'une illusion derrière laquelle se cache l'immortalité, l'injustice séculière cache la réalité de la justice divine, et ainsi de suite...

Cela dit, il y eut à toutes les époques et en tous lieux des esprits forts qui ne mirent pas tous leurs œufs dans le même panier épistémologique et ne se contentèrent pas de consolations métaphysiques obtenues dans un

univers parallèle, mais qui cherchèrent à éliminer notre inquiétude en s'attaquant de manière directe aux causes de nos frayeurs – autrement dit, en améliorant le monde tel qu'il nous a été offert. Et si ce monde est aujourd'hui vivable, tolérable, c'est bien parce que nous l'avons rendu tel par nos propres moyens et par eux seuls. Qu'un résultat partiel ait pu être obtenu est d'autant plus surprenant que notre hostilité à l'égard de nos congénères a toujours été extrême, et que, comme l'avait déjà bien perçu l'anthropologue Johann Friedrich Blumenbach (1752-1840), nous avons été forcés, à l'instar de ce que nous avons imposé à de nombreuses espèces animales et à de nombreux végétaux, de nous domestiquer nous-mêmes à l'échelle de l'espèce entière.

Quelques milliers d'années plus tard, l'homme assume aujourd'hui la place de ces agents surnaturels qu'il avait d'abord fantasmés : il s'est petit à petit, et avec une vitesse sans cesse croissante, glissé à la place où il avait d'abord situé ces esprits sans lesquels il s'était imaginé être incapable de vivre. Est-ce à dire qu'il est devenu par là démiurge lui-même ? Non, parce que la nature du Dieu créateur était d'être un esprit, c'est-à-dire une fiction, alors que l'homme est advenu lui-même à la place où il avait situé ces agents surnaturels. Or les actes secourables que ceux-ci produisaient sur le mode du miracle, il les produit aujourd'hui en guidant la nature vers la solution de ses propres problèmes. Ce

faisant, il force par son industrie la nature à se dépasser. L'homme n'est pas tant, comme le voulait Schelling, le moyen que la nature s'est donné pour prendre conscience d'elle-même, que celui qu'elle s'est donné pour se surpasser.

Le dessein intelligent

L'homme permet à la nature de se surpasser de multiples manières. Il ne s'agit pas pour lui d'infléchir les lois naturelles, mais de subvertir les conditions dans lesquelles elles opèrent lorsqu'elles sont laissées à elles-mêmes, en l'absence de sa propre interférence.

L'homme a d'abord transcendé sa propre essence en échappant à l'emprise de l'attraction terrestre. Non pas comme l'oiseau qui découvre par le vol un autre continent, et qui, malgré le caractère exceptionnel de cet exploit, reste fidèle à sa propre essence, mais en échappant à l'inéluctabilité de son environnement, qui veut que tout corps est attiré vers le bas sur la planète où il est né. L'homme a découvert par le calcul qu'une vitesse supérieure à 11,2 kilomètres par seconde permet de neutraliser la gravitation universelle telle qu'elle s'exerce sur la Terre ; il a ensuite construit la machine qui lui permet de réaliser cet exploit. L'homme est désormais prêt à coloniser d'autres planètes, voire d'autres systèmes stellaires.

Un thème à la mode il y a quelques années fut celui

de notre capacité nouvellement acquise à détruire un astéroïde mortel fonçant vers nous. Lorsque de telles armes auront ainsi trouvé leur authentique destination, il apparaîtra en pleine lumière que nous les avions d'abord conçues pour nos guerres intestines. C'est notre méchanceté envers nous-mêmes qui en avait constitué le motif initial. Quoi qu'il en soit, nous avons cessé désormais d'être une simple moisissure à la surface d'une planète, pour être l'agent qui fait échapper celle-ci à son propre destin naturel.

De même, l'homme a découvert par l'expérimentation que les êtres vivants sont déterminés dans leur anatomie et leur physiologie par un code inscrit au cœur de la cellule ; il a ensuite mis au point les techniques qui lui permettent de manipuler le génome et de redéfinir ce qui caractérise une espèce, assignant ainsi aux individus, comme au phylum entier, une nouvelle destinée. Ces techniques lui ouvrent la voie d'une immortalité potentielle. L'animal, en raison de sa prudence, pourrait vivre indéfiniment, et c'est pourquoi sa mort – au contraire de celle de l'arbre – est inscrite dans son génome. L'homme mourra toujours, bien entendu, mais comme l'arbre dont la mort n'est pas programmée : à l'instar d'une planète, sa vie est celle d'un compromis entre les influences qu'il subit, et il finit par mourir accidentellement lorsque l'action que d'autres corps exercent sur lui supprime les conditions de sa perpétuation. L'homme

sera comme l'arbre qui meurt pour avoir été frappé par la foudre ou en s'effondrant sous son propre poids.

Ainsi que l'avait déjà compris Hegel, l'intelligence de la nature est de trois ordres :

1. mécanique : le mouvement de corps indifférents les uns aux autres et qui se fracassent l'un contre l'autre s'il arrive à leur trajectoire de se croiser ;

2. chimique : les corps sont attirés ou repoussés les uns par les autres, et leur combinaison débouche sur des composés aux propriétés originales ;

3. biologique : des corps organisés qui ne sont pas indifférents les uns aux autres et anticipent leurs comportements mutuels. Si l'animal connaît lui aussi l'attirance et la répulsion, celle-ci n'est plus fondée, comme pour la molécule, sur une réactivité immédiate, mais sur une anticipation de ce qui se passerait si l'attirance conduisait au contact, ou, au contraire, si la répulsion interdisait un contact qui pourrait se révéler maléfique. Comme l'anticipation modifie le comportement et que cette modification est d'abord perçue puis anticipée par les autres créatures en interaction, les rapports entre animaux ne cessent de se complexifier avec le temps. Ainsi en va-t-il de l'escalade entre espèces qui se font la guerre et perfectionnent leurs moyens d'attaque et de défense au fil des générations [1].

---

1. Friedrich Hegel, *Précis de l'encyclopédie des sciences philosophiques* (1817-1830), traduction de J. Gibelin, Paris, Vrin, 1987, § 192-298.

À cela, l'Homme a ajouté un quatrième niveau : le dessein intelligent, absent de la nature, et qui tire parti de l'analogie. Ce qui caractérise l'intelligence humaine, c'est sa propension à l'analogie, son talent à reconnaître des formes semblables dans des phénomènes distincts, et ce, en dépit de la nécessité d'opérer souvent cette reconnaissance à un niveau d'abstraction très élevé. La nature, avant qu'elle ne prenne la forme de l'homme, s'est révélée incapable de tirer parti de l'analogie : elle a dû se contenter de progresser en creusant des chenaux qui divergent en différents branchements, mais qui demeurent irrévocablement indépendants, privés de la capacité de se féconder mutuellement. Elle est obligée, dans chaque cas, de réinventer entièrement la solution du problème, de la forme la plus simple jusqu'à son expression la plus complexe, quitte à retomber alors, par la *convergence*, sur une solution unique et déjà découverte par ailleurs. Ainsi, l'œil du poulpe, mollusque céphalopode, est proche de celui des mammifères les plus évolués, mais sans qu'il y ait eu emprunt d'une lignée à l'autre : les phylogenèses qui conduisent à l'un et à l'autre ne se sont jamais rejointes. Chacune de ces évolutions résulte de ses propres contraintes, c'est seulement le résultat d'une sélection naturelle due aux interactions des individus appartenant à l'espèce avec leur environnement, et non à une dynamique interne – si ce n'est celle, de l'ordre du ratage, que constitue la mutation.

L'homme, au contraire, fertilise des inventions parallèles en croisant leurs destins : il recycle les bonnes idées dans un produit qui en opère la synthèse. Ainsi de l'invention du saxophone à partir de la clarinette : divers inventeurs s'engagèrent dans des voies divergentes, mais n'hésitèrent jamais à emprunter, pour leurs perfectionnements ultérieurs, des bouts de solution découverts par des rivaux ; dans la forme finale que prit l'instrument, diverses approches furent combinées et réconciliées. Si l'homme permet à la nature de se surpasser, c'est qu'il est seul capable de ce dessein intelligent. L'homme est aujourd'hui démiurgique, créature créatrice, mais au sein même de la nature, non dans son extériorité, comme le serait au contraire un agent surnaturel. Les apparences nous suggèrent qu'il est seul à disposer de cette capacité : d'autres créatures en disposent peut-être ailleurs ou au sein de ces univers parallèles dont nous parlent les physiciens, mais de cela nous ne savons rien. Aussi, quand je dis l'homme, je pense également à toutes les espèces qui auraient pu atteindre ce niveau de surpassement de la nature telle qu'elle leur était offerte.

Le dépassement de la nature par l'homme n'a pas encore eu lieu dans la sphère économique

L'homme est la conscience de la nature. Par la technologie et par le dessein intelligent qui la caractérise et

où il fait se rejoindre et se féconder réciproquement des lignées d'inventions indépendantes, l'homme surpasse les lois de la nature telles qu'elles lui ont été offertes au moment où il est apparu dans l'histoire du monde. C'est par sa propre industrie qu'il a aidé la nature à se surpasser en forçant ses lois à se subvertir au sein d'un environnement localisé où il les a convoquées. La médecine surpasse la nature livrée à elle-même quand elle pénètre au sein de la cellule, subvertissant l'essence des espèces et, du coup, leur destin. La rationalité engendre dans la technologie le dessein intelligent – absent de la nature dans sa créativité spontanée, telle qu'en elle-même.

De ce point de vue, et parmi les institutions humaines, l'économie est une exception anachronique dans la mesure où son mécanisme – celui du système, aujourd'hui quasi hégémonique, du capitalisme – existe sous la forme primitive, brute, de la nature non surpassée par l'homme, à savoir celle de la sélection par la concurrence absolue des espèces comme des individus, et de leur tri par élimination des plus faibles. Le prix qui établit l'étalon des rapports marchands se constitue à la frontière que détermine le rapport de forces, non pas, comme on l'imagine le plus souvent aujourd'hui, entre des quantités abstraites, mais entre les groupes concrets des acheteurs et des vendeurs, tous également situés au sein d'une hiérarchie cautionnée par un système politique. Cela, Aristote le savait déjà. En finance, le statut

d'acheteur ou de vendeur peut s'inverser rapidement pour un agent particulier sans que soit remise en question la détermination sociale du prix par un rapport de forces.

Au sein de l'économie, donc, l'empreinte de l'homme n'est pas encore visible, et la nature y agit sous sa forme brute et brutale : au sein de cette sphère, l'homme n'a pas jusqu'ici surpassé la nature telle qu'il y est soumis simplement en tant qu'être naturel.

L'homme a sans doute progressé sur le plan politique, comme en témoigne la croissance de taille des groupes au sein desquels il a vécu au fil des âges. Les sociétés de chasseurs-cueilleurs étaient constituées de bandes, les « hordes » des anciens auteurs, comptant au plus une cinquantaine d'individus. Aujourd'hui, les États réunissent jusqu'à plusieurs centaines de millions de nationaux, mais dans un climat qui encourage et continue d'entretenir l'agressivité de l'homme envers l'homme, contre quoi les sociétés ont dû lutter pour arriver à constituer des ensembles de la taille qu'on leur connaît aujourd'hui.

Contrairement à ce qui s'observe pour l'organisation politique, ou avec les techniques qui permettent à l'homme aussi bien d'échapper à sa planète que de toucher du doigt l'immortalité de son corps, l'économie reste encore entièrement à domestiquer. C'est pourquoi vouloir placer le marché au cœur de la société, et prôner

qu'elle s'organise à son exemple, revient en réalité à proposer que les sociétés humaines fonctionnent sur le modèle de la nature, en faisant exception de l'homme et en faisant fi de ce que celui-ci a introduit au sein de la nature comme moyens pour elle de se surpasser. Autrement dit, c'est retourner d'intention délibérée à l'« état de nature » où, comme l'a observé Hobbes, l'homme est un loup pour l'homme. C'est en réponse à Hobbes que Rousseau a imaginé une époque qu'il appelle l'« âge des cabanes », âge d'un homme naturel miraculeusement abstrait des rigueurs des lois naturelles, époque qui précède la guerre de tous contre tous, parce que la source de l'agressivité y est encore absente, parce que le marché n'y est pas encore au centre des institutions, parce que, en ces temps édéniques, nul n'a encore prononcé les paroles qui suffiront à faire d'un agneau un loup : « Ceci est à moi ! »

Le modèle capitaliste de l'économie – contenu par des rambardes que l'État dresse autour de lui – n'est donc autre que celui, darwinien, de la sélection par la concurrence, celui qui règne dans la nature livrée à elle-même. À l'instar des espèces, qui sont toutes par nature opportunistes et colonisatrices dans les limites que leur impose leur environnement, les entreprises n'ont d'autre rationalité que leur tendance à enfler indéfiniment. Des équilibres provisoires et partiels s'établissent cependant, dont le seul ressort est l'agression, comme au sein de la

nature en général, tel celui du système prédateur/proie. Les tentatives visant à imposer à l'économie un autre ordre que l'ordre naturel se sont limitées jusqu'ici à vouloir y transposer le modèle étatique ; ces tentatives ont été au mieux peu convaincantes, au pis, désastreuses. Un nouveau modèle, non inscrit dans la nature avant l'homme, devra cependant être découvert, car même si l'on était disposé à tolérer la manière dont le modèle prévalant régit les individus, générant, d'une part, la richesse excessive, et, de l'autre, plus tragiquement, la misère et la mort, le sort qu'il impose à la planète entière est en tout cas intolérable, l'absence de freins qui caractérise sa dynamique ayant aujourd'hui mis en péril l'existence même de celle-ci en tant que source de vie.

Conclusion

L'homme est non seulement le moyen que la nature s'est donné pour prendre conscience d'elle-même, mais aussi celui qu'elle a découvert pour se surpasser grâce au dessein intelligent qui, à notre connaissance, caractérise notre espèce, et elle seule, au sein de l'univers. La sphère de l'économie demeure, elle, encore réglée par la nature laissée à elle-même, à savoir par une sélection fondée sur le rapport de forces où le plus puissant écrase le plus faible, principe agressif dont l'emprise déteint alors sur l'ensemble des rapports humains.

De manière tendancielle, les inquiétudes touchent à leur fin, les frayeurs qui avaient conduit l'homme à croire aux dieux ont perdu petit à petit de leur urgence, et finiront par s'effacer. Bien que les injonctions de ces dieux fussent sinon totalement absentes, tout au moins sibyllines, nous demeurions convaincus qu'une mission nous avait été confiée par eux. Notre foi dans l'existence de celle-ci s'est évanouie avec le crépuscule des dieux. Il nous est néanmoins loisible de constater quel a été jusqu'ici le destin objectif de notre espèce et de tirer de ces observations une ligne de conduite pour la suite, autrement dit de définir quelles sont, au temps où nous vivons, les tâches qui nous attendent et les responsabilités qui sont les nôtres. Or notre responsabilité essentielle est précisément d'assumer sans états d'âme ces tâches auxquelles le sort a voulu nous appeler[1].

Constatant quelle a été notre destinée, nous ne pouvons nous empêcher de comparer le pouvoir qui est devenu le nôtre à celui que nous avions attribué autrefois aux êtres surnaturels que nous avions imaginés. Ces dieux créateurs situés à l'origine nous apparaissent maintenant n'avoir été rien d'autre qu'une image de nous-mêmes projetée dans l'avenir, un avenir qui ne

1. « Gémir, pleurer, prier est également lâche. / Fais énergiquement ta longue et lourde tâche / Dans la voie où le sort a voulu t'appeler. / Puis, après, comme moi, souffre et meurs sans parler » (Alfred de Vigny, *La Mort du loup*).

nous apparaît plus désormais aussi lointain. Il reste cependant à éliminer de nos sociétés le règne de la nature non domestiquée en son sein, telle qu'il s'exerce encore dans la sphère économique et dans celles, autour d'elle, qu'elle parvient à contaminer. Du moyen d'y parvenir, nous ne savons presque rien. Lorsque l'homme aura réussi dans cette tâche, il sera devenu le moyen que la nature se sera donné de créer le Dieu qui jusqu'ici lui a tant fait défaut.

APPENDICE

Octobre 2008
un mois de gros temps

Le mois d'octobre 2008 n'aura pas modifié la donne de la crise. Quelques signes positifs, telle une maigre reprise de l'immobilier résidentiel américain due au prix défiant toute concurrence des logements saisis et remis sur le marché, ou une baisse relative des taux interbancaires (encore très loin, cependant, de leur niveau de la première moitié du mois de septembre), ne seront pas parvenus à compenser les indices qui signalaient, au contraire, une aggravation de la situation en Europe d'abord, où l'Islande et la Hongrie en particulier se retrouvèrent au cœur de la tourmente, et en Asie où les yeux se tournèrent vers le Pakistan, faisant face à une crise de solvabilité majeure.

Le plan Paulson de 700 milliards de dollars fut voté par les représentants du peuple américain : le 1er octobre par le Sénat et le 3 par le Congrès, après qu'eut été ajoutée au texte

de loi une série affligeante de mesures visant à satisfaire les intérêts particuliers des parlementaires les plus hésitants. Après quelques tergiversations, une formule fut mise au point, centrée sur une prise de participation significative de l'État fédéral dans les neuf principaux établissements financiers américains : à hauteur de 25 milliards pour Bank of America, J. P. Morgan Chase, Citigroup et Wells Fargo, et de 10 milliards de dollars pour Goldman Sachs et Morgan Stanley ; investissement assorti d'un code de bonne conduite de la part des institutions renflouées : dividendes gelés, fonds avancés au taux de 5 % mais passant à 9 % si l'on tardait trop à les rembourser, rémunérations des patrons sous haute surveillance avec désincitation fiscale pour les entreprises de leur accorder davantage, fin des parachutes dorés, enfin *warrants* permettant à l'État d'augmenter sa mise à l'avenir si nécessaire.

La plupart des pays emboîtèrent le pas aux États-Unis, adoptant des mesures similaires. On observa tout au cours du mois qu'en matière de nationalisation du système financier, le pays qui frappait le plus vite et le plus fort déterminait le niveau sur lequel les autres étaient alors obligés de s'aligner : quand l'Irlande garantit tous les dépôts à vue, l'Angleterre dut suivre sous peine de voir toutes ses banques siphonnées aussitôt vers l'Irlande, mais pour ce faire, elle fut forcée d'aller plus loin dans la nationalisation que n'importe qui d'autre, fixant automatiquement la nouvelle norme pour ceux qui ne voulaient pas être laissés pour compte dans le nouveau paysage de la compétitivité. Ce fut le cas des États-Unis qui appliquèrent le plan Paulson dans la perspective britannique

de prise de participation dans les banques ; pour l'Allemagne qui avait pourtant juré ses grands dieux la semaine précédente qu'il n'en serait rien, pour le Benelux que le sauvetage de justesse des banques Fortis et Dexia avait déjà conduit sur cette voie ; pour l'Espagne qui s'aligna sur la formule britannique ; et bien entendu également pour la France qui créa elle aussi un fonds d'aide d'urgence à ses banques.

On put suivre le progrès de la prise de conscience du « tsunami » tout au long du mois : moins le système financier d'une nation était sophistiqué, plus l'éveil avait été retardé. L'ordre dans lequel cette prise de conscience avait lieu était bien sûr purement anecdotique. Dans les derniers jours du mois, c'est l'Europe centrale tout entière qui s'éveilla à la crise. La Banque centrale européenne, le Fonds monétaire international, la Banque populaire de Chine intervenaient à très vaste échelle pour distribuer des fonds là où leur intervention se révélait la plus urgente.

Quand le Premier ministre britannique, M. Gordon Brown, mit en œuvre son plan de nationalisation du secteur bancaire, la rumeur courut qu'il lui avait été soufflé par l'ancien président de la Federal Reserve, Alan Greenspan, pourtant autrefois chef d'une croisade en faveur du laisser-faire sur les marchés financiers. L'un des événements qui firent sensation au mois d'octobre et qui marqua sans doute un tournant dans l'histoire de l'ultralibéralisme, fut la déposition du même Alan Greenspan devant une commission houleuse du Congrès américain qui le mit en accusation, l'interrompant à plusieurs reprises et avec brutalité. Désarçonné, celui-ci confessa les doutes qui l'assaillaient désormais quant à l'autorégulation

des marchés financiers : « Oui, j'ai découvert une erreur », concéda celui qui avait longtemps été le chef de file du « libertarisme ». En cause, essentiellement, selon lui, une surprenante incapacité du milieu des affaires à poursuivre la recherche de son intérêt bien compris qui aurait dû l'encourager à la modération et à se policer lui-même. Depuis le début de la crise en effet, la « main invisible » ne s'était manifestée à aucun moment et les effets de la cupidité individuelle s'étaient simplement additionnés. L'ancien président de la Fed avait eu le tort d'accorder une foi absolue à la science économique de son temps, celle qui avait été produite soixante années durant sous la houlette du monde financier lui-même. La confession d'Alan Greenspan faisait découvrir au monde consterné la naïveté de celui qui avait été à la tête de la finance internationale pendant près de vingt ans (1987-2006). Les réactions de la presse trahirent un frisson d'effroi rétrospectif.

Les sommes considérables injectées dans la recapitalisation des banques et dont le public avait eu initialement le sentiment qu'elles étaient davantage destinées à sauver les banquiers que la finance elle-même seront-elles bien utilisées ? On pouvait en douter à l'annonce des premières nouvelles relatives à l'usage qui en serait fait : les banques américaines annonçaient leur intention de transmettre une partie des milliards reçus en dividendes, d'en consacrer une autre partie à des augmentations de salaires, une autre encore à racheter leurs concurrentes moins chanceuses, et qu'elles utilisaient une portion de l'argent reçu à faire du lobbying visant à l'annulation des mesures gouvernementales de semi-nationalisation.

Les bourses connurent durant ce mois d'octobre – qui fut le plus chahuté de leur histoire –, de grands mouvements désordonnés propres aux périodes de krach, de ceux où les intervenants déboussolés, ne sachant à quel saint se vouer, vendent en catastrophe un beau jour, pour se racheter avec enthousiasme dès le lendemain, les prix bradés de la veille constituant une aubaine à ne pas rater. Au 31 octobre, le CAC 40 avait perdu depuis le début de l'année 37,9 %, et 13,6 % durant le seul mois d'octobre ; le Dow Jones, l'indice de la banque de New York respectivement 29,7 % et 14 %, et le Nikkei japonais 44 % et 23,8 %.

La volatilité extraordinaire des bourses et des marchés des matières premières se révéla sans pitié pour les intervenants les plus exposés. Sur les marchés à somme nulle comme les marchés à terme, où ce que l'un perd, l'autre le gagne, le nombre des intervenants se réduisait, les grands mouvements en sens opposés balayant ceux qui commettaient des erreurs d'appréciation et qui se trouvaient du coup éliminés, tandis que les grosses fortunes se concentraient alors entre quelques mains. À la bourse, le marché baissait tant que les pertes globales compensaient l'effet de cette concentration, même pour les vainqueurs.

Les *hedge funds* – les fonds d'investissement spéculatifs – continuèrent de liquider leurs positions pour répondre aux retraits de leurs clients. Il semblait en fin de mois qu'ils avaient survécu à ce qui aurait pu être pour eux une épreuve décisive : le débouclage, le 21 octobre, des *credit-default swaps* (CDS) portant sur Lehman Brothers dont la banqueroute avait été déclarée le 15 septembre. Rien ne les obligeait cependant à révéler leurs difficultés avant la publication tri-

mestrielle de leur bilan, et l'ampleur du désastre apparaîtrait peut-être ultérieurement.

Les devises s'effondrèrent dans un bel ensemble en raison de la récession mondiale qui les engouffrait toutes. Les tensions entre elles étaient simplement dues au fait que certaines chutaient plus vite que d'autres. M. Sarkozy ayant pris très au sérieux la présidence française de l'Union européenne proposa avec panache un nouveau Bretton Woods. Les pays asiatiques lui emboîtèrent le pas. Une réunion au sommet consacrée aux monnaies avait en effet eu lieu en 1944 à Bretton Woods, dans le New Hampshire, réunissant les grandes puissances de l'époque. Il y avait été décidé d'ancrer l'ensemble des devises au dollar, lié quant à lui à l'or par une parité fixe ; l'accord deviendrait caduc en 1971 quand le président Nixon résilierait cette parité du dollar et de l'or, sans consultations préalables de ses partenaires.

On attendit vainement, en octobre, de nouvelles initiatives en faveur des bénéficiaires de prêts hypothécaires en difficulté. L'immobilier américain avait été à l'origine de la crise, celle-ci s'étant déclarée dans le secteur du prêt hypothécaire *subprime* qui avait alors entraîné la finance dans sa chute. Le moyen le plus sûr d'endiguer la catastrophe consistait donc à enrayer l'hémorragie de l'immobilier résidentiel américain. Ce qui s'opposait toutefois à un dépannage massif des emprunteurs, c'était que le prix des logements n'avait pas encore atteint, dans sa chute, son niveau historique moyen : il avait baissé d'environ 16 % depuis son pic, et il lui restait encore la moitié du chemin à parcourir. L'État américain n'avait donc aucun intérêt à geler la situation à un niveau de prix qui demeurait encore spéculatif. Un plan de refinance-

ment de l'ensemble des prêts hypothécaires par un organisme d'État – très similaire à la *Home Owners Loan Corporation*, instaurée en 1933 comme un élément-clé du *New Deal* rooseveltien – était probablement prêt à l'emploi, mais on attendait pour l'activer que le prix de l'immobilier soit retombé à un niveau tel que l'accès à la propriété de son habitation redevienne un objectif réalisable pour les ménages. La mise en place d'un tel dispositif devrait être instantanée et bénéficier d'un effet de surprise, sans quoi certains emprunteurs tenteraient d'en tirer parti en interrompant le versement de leurs traites de manière anticipée. Pour que le prix de l'immobilier continue de baisser en fonction de l'offre et de la demande, il fallait que le marché du logement fonctionne selon les anciennes règles aussi longtemps que possible. S'ajoutait certainement à cela le fait qu'un nouveau *New Deal* rooseveltien aurait bien davantage de crédibilité s'il était signé Barack Obama, voire John McCain, que George W. Bush...

On apprenait enfin en octobre que la production mondiale de blé diminuerait d'environ 4,4 % en 2009 en raison du tarissement des crédits permettant l'achat d'engrais par les agriculteurs. Pour les plus petits fermiers, et ceci à l'échelle mondiale, le crédit avait d'ailleurs cessé d'exister. On prévoyait qu'au Brésil, la récolte de maïs pourrait diminuer de 20 % pour cette même raison. Il était d'usage dans ce pays que les gros acheteurs américains avancent environ la moitié des fonds nécessaires à la nouvelle récolte, la future moisson servant de collatéral. Or, ils avaient cessé de le faire. En Russie, le taux d'intérêt des crédits accordés aux fermiers atteignait parfois 20 %. Une famine mondiale se dessinait à l'horizon.

Glossaire

ABS

Les *asset-backed securities* (ABS) sont des obligations créées à partir de différents types de crédits (prêts *subprime*, emprunts contractés par les consommateurs sur leur carte de crédit, prêts automobiles, etc.). Ils souffrent d'une perte possible : en cas de défaut d'un emprunteur, le principal n'est pas entièrement remboursé. Les ABS ont été divisés par la magie de la finance en différentes « tranches », en sous-produits ayant des profils de risques différents. Plus le risque est élevé, plus forte est la compensation en termes de coupons (intérêts élevés).

À la différence des MBS, où la méthode de support du crédit est la subordination des *tranches* « junior » aux *tranches* « senior », les ABS jouent sur la sur-collatéralisation : des flux de rentrées (mensualités des emprunteurs) considérablement supérieurs aux sorties (versements aux investisseurs).

ABX

La famille des indices ABX joua le rôle de baromètre durant la crise des *subprimes*. ABX est une abréviation pour *ABS Index*.

Chaque indice ABX mesure la valeur d'un panier de vingt ABS émises par un éventail d'organismes financiers. La manière dont cette évaluation a lieu consiste à passer par le truchement d'une assurance : combien en coûterait-il de s'assurer contre une perte que ce panier pourrait subir ? La technique d'assurance utilisée est celle du CDS.

CDO

Les *collateralized debt obligations* (CDO) sont constituées de deux fonds. Le premier regroupe divers types de crédits titrisés ; l'émetteur s'engage à le rembourser à l'échéance au souscripteur du CDO. Le second consiste en tranches d'ABS utilisées comme réserves (collatéral) au cas où le premier fonds promis aux investisseurs ne pourrait pas être payé. Dans le fonds de réserve, la fiabilité des produits est moins critique ; les créateurs de CDO y mettent donc des tranches d'ABS risquées (contenant notamment des prêts du secteur *subprime*) qui font en quelque sorte office de « rembourrage ». Que se passe-t-il quand les fonds promis ne sont pas remboursés ? On pioche dans le fonds de réserve.

Un CDO se composait habituellement de cent à deux cents tranches d'ABS reconditionnées en un produit unique

CDO synthétique

Les CDS furent utilisés pour créer des *collateralized-debt obligations* (CDO) synthétiques. Au lieu d'être constitués, comme les CDO proprement dits, de tranches d'*asset-backed securities* (ABS) regroupées en un seul instrument, les CDO synthétiques étaient des CDS *mimant* le comportement des CDO.

CDS

Un *credit default swap* (CDS) fonctionne de la manière suivante : deux parties se mettent d'accord à titre privé sur le fait que l'une, le vendeur du *swap*, remboursera à l'autre, l'acheteur du *swap*, les pertes que ce dernier aura subies du fait de la défaillance d'un tiers. Pour bénéficier de ce service, l'acheteur du *swap* verse au vendeur une prime dont le montant est déterminé par le marché en fonction du risque de perte tel qu'il est alors perçu. Différents éléments permettent aux acteurs en présence d'évaluer la valeur approximative de cette perte éventuelle : l'estimation combine le montant effectif de la perte en cas de sinistre (en anglais : *loss given default* ou *severity*), la probabilité en soi du sinistre, ainsi que le degré d'exposition de l'acheteur du swap au sinistre.

FDIC

La Federal Deposit Insurance Corporation est un organisme fédéral américain qui garantit les dépôts bancaires à hauteur de 100 000 dollars pour les comptes ordinaires et 250 000 pour les comptes-retraites.

FHA

La FHA (Federal Housing Administration) subventionnait traditionnellement les emprunteurs « à risque », jeunes, appartenant à une minorité ethnique ou immigrants de fraîche date, en leur offrant l'assurance qui doit couvrir la part manquante des 20 % d'apport personnel exigés par la loi. La FHA avait été délogée dans cette fonction par les organismes de prêt *subprime* privés et en général non supervisés, qui allaient au-devant des candidats éventuels, les démarchant souvent par téléphone, alors que le dépôt d'un dossier FHA s'assimilait, lui, plutôt au parcours du combattant.

GSE

Les *government-sponsored entities* (GSE), connues sous leur sobriquet de Fannie Mae et de Freddie Mac, sont aussi appelées les « Agencies ». Ce sont des organismes de promotion du prêt au logement qui furent créés par l'État fédéral pour être ensuite partiellement privatisés.

Fannie Mae (jeu de mots sur FNMA, initiales de la Federal National Mortgage Association) et Freddie Mac (jeu de mots plus laborieux encore sur FHLMC, initiales de la Federal Home Loan Mortgage Corporation) : Fannie Mae fut créée en 1938 par l'État fédéral pour être partiellement privatisée trente ans plus tard ; Freddie Mac fut créé en 1970 sur le même modèle, essentiellement pour donner à Fannie Mae un concurrent dans un environnement où son monopole commençait à poser problème.

Les GSE émettent des RMBS. Au fil des années, elles se sont constitué chacune un portefeuille gigantesque de ces RMBS.

MBS

Les MBS sont des RMBS caractérisées par le fait que la méthode de support du crédit est la subordination des *tranches* « junior » aux *tranches* « senior ».

OFHEO

L'OFHEO (Office of Federal Housing Enterprise Oversight) était l'autorité de tutelle des GSE. L'OFHEO fut remplacée le 30 juillet 2008 par la Federal Housing Finance Agency.

RMBS

La manière dont les organismes de crédit s'y étaient pris pour renouveler les fonds qu'ils consacraient au prêt au loge-

ment avait été la *titrisation*, où une collection de plusieurs milliers de prêts individuels est reconditionnée sous forme d'une obligation de facture classique, constituée de certificats ou « tranches » (le mot français est utilisé) : les *residential mortgage-backed securities* (RMBS). En font partie les *mortgage-backed securities* (MBS) adossées à des crédits immobiliers « *prime* » réservés aux emprunteurs les plus dignes de confiance et les *asset-backed securities* (ABS) adossées à des crédits immobiliers « *subprime* » où sont concentrés les emprunteurs à risque. Ces obligations sont alors revendues au public, redistribuant la dette parmi l'ensemble de leurs investisseurs. Le montant des RMBS émises dépassait en 2007 celui des *Treasuries*, les obligations d'État américaines (5 200 milliards de dollars contre 4 900 milliards). On retrouvait aux premiers rangs de leurs détenteurs les Banques centrales japonaise, chinoise, taïwanaise et sud-coréenne.

SEC

La Securities and Exchange Commission (SEC) est le régulateur de l'activité boursière aux États-Unis.

SIV

Pour se financer, les *structured investment vehicles* (SIV) émettaient des billets de trésorerie adossés à des obligations adossées elles-mêmes à des actifs – en anglais : *asset-backed commercial paper* (ABCP). Leur bon fonctionnement dépendait de l'existence d'une courbe de taux où les taux longs étaient sensiblement plus élevés que ceux à court terme. La situation chaotique des taux qui résultait à l'automne 2007 du tarissement du crédit signa l'arrêt de mort des SIV.

Références bibliographiques

Bernanke, Ben S., *Essays on the Great Depression*, Princeton, Princeton University Press, 2000.

Fabozzi, Frank J. et Franco Modigliani, *Mortgage and Mortgage-backed Securities Markets*, Boston (Mass.), Harvard Business School Press, 1992.

Gapper, John et Denton, Nicholas, *All that Glitters : The Fall of Barings*, London, Hamish Hamilton, 1996.

Galbraith, John K., *The Great Crash – 1929*, Boston, Houghton Mifflin, 1954.

George, Susan, « Mythologies économiques : Comment la pensée devint unique », *Le Monde Diplomatique*, août 1996, http://www.monde-diplomatique.fr/1996/08/GEORGE/5779.

Greenspan, Alan, « The Roots of the Mortgage Crisis », *The Wall Street Journal*, 12 décembre 2007.

Jett, Joseph et Sabra Chartrand, *Black and White on Wall Street : The Untold Story of the Man Wrongly Accused of Bringing Down Kidder Peabody*, New York, Morrow, 1999.

Jorion, Paul, *Investing in a Post-Enron World*, New York, McGraw-Hill, 2003.

Jorion, Paul, « La crise du capitalisme américain », *La Revue du MAUSS*, n° 26, 2005 : 271-278.

Jorion, Paul, « Adam Smith's "Invisible Hand" Revisited », *Proceedings of the 1st World Conference on Simulation of Social Systems, Kyoto, August 2006*, Vol. I, Berlin : Springer Verlag, pp. 247-254.

Jorion, Paul, *Vers la Crise du capitalisme américain ?* Paris, La Découverte, 2007.

Jorion, Paul, « L'économie réclame une constitution », *Le Monde*, 4 septembre 2007.

Jorion, Paul, *L'Implosion. La finance contre l'économie : ce que révèle et annonce « la crise des subprimes »*, Paris, Fayard, 2008.

Jorion, Paul, « La compréhension des crises financières et de leur répétition », *Savoir/agir*, n° 4, juin 2008, pp. 11-18.

Leonhardt, David, « Did Pay Incentives Cut Both Ways ? », *The New York Times*, 7 avril 2002.

Margo, Robert A., Recension de Ben S. Bernanke, *Essays on the Great Depression*, H-Net Reviews in the Humanities and Social Sciences, 2000 http://www.h-net.org/reviews/showpdf.cgi ?path=222963252660

Masters, Michael et Adam K. White, *The Accidental Hunt Brothers. How Institutional Investors Are Driving Up Food and Energy Prices*, Special Report, juillet 2008.

Masters, Michael et Adam K. White, *The Accidental Hunt Brothers-Act 2. Index Speculators Have Been a Major Cause of the Recent Drop in Oil Prices*, Special Update, septembre 2008.

NRSRO Examination Report, Securities & Exchange Commission, 8 juillet 2008.

Schui, Herbert, « La BCE, la stabilité des prix et la politique monétaire », *La Crise financière : crise de système, crise de croyance ?*, *Savoir/Agir* n° 4, juin 2008 : 107-116.

Schwager, Jack. D., *The New Market Wizzards. Conversations with America's top traders*, New York, Harper Business, 1992.

Sornette, Didier, *Why Stock Markets Crash. Critical Events in Complex Financial Systems*, Princeton, Princeton University Press, 2003.

TABLE DES MATIÈRES

IV
La France et la crise

IX
Pour qu'un marché fonctionne

X
La rémunération en finance

XI
Les malheurs de la « main invisible »

XII
La crise que nous traversons aujourd'hui

XIII
La compréhension des crises financières et de leur répétition

XIV
Voir les choses autrement

XV
Les tâches et les responsabilités qui sont aujourd'hui les nôtres

---

Composé par Nord Compo Multimédia
7, rue de Fives, 59650 Villeneuve-d'Ascq

Cet ouvrage a été achevé d'imprimer sur Roto-Page
par l'Imprimerie Floch à Mayenne en décembre 2008.
Dépôt légal : décembre 2008. N° d'impression : 72683.
35-57-4119-0/03
Imprimé en France

En 2007, une crise financière née dans le secteur *subprime* de l'immobilier résidentiel américain débouche sur un tarissement du crédit, paralysant peu à peu le monde bancaire international. En 2008, la crise se transforme en crise économique mondiale, puis en authentique crise de civilisation.

Tous les établissements privés du prêt hypothécaire américain sont emportés, suivis par les deux colosses du crédit immobilier, Fannie Mae et Freddie Mac, que l'État américain se voit forcé de nationaliser. La crise ne s'arrête pas là : les banques d'affaires connues sous le nom de « Wall Street » s'effondrent à leur tour.

Cette dévastation sans précédent du système financier restreint alors dramatiquement les choix de placement des investisseurs. Des sommes colossales se retrouvent concentrées sur le marché à terme des matières premières, engendrant une énorme bulle spéculative. Le grain vient à manquer dans des pays du Sud, déclenchant des émeutes de la faim. Le prix exorbitant du carburant contribue à mettre au bord de la faillite les compagnies aériennes ainsi que les constructeurs automobiles américains.

Au-delà d'un récit détaillé des événements et de leur mécanisme, l'auteur répond aux questions que se pose le lecteur : quel rôle a joué la Chine dans ce processus ? Notre compréhension des crises antérieures a-t-elle été intentionnellement censurée ? Le capitalisme surmontera-t-il la crise ?

Anthropologue, expert en intelligence artificielle et spécialiste de la formation des prix, Paul Jorion jette depuis plusieurs années un autre regard sur l'économie; il annonçait ainsi dès 2005 ce qui allait devenir la crise des subprimes. *Il est également l'auteur de* L'Implosion *(Fayard, 2008).*

ISBN 978-2-213-63860-7

9 782213 638607

35-4119-0 X-2008

20 € prix TTC France

Couverture Atelier Didier Thimonier / Photogravure MCP